全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特忠告中国股民

领悟股神投资理念　分享财富成功之道

严行方◎著

WARREN BUFFETT



中国城市出版社
CHINA CITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特忠告中国股民

领悟股神投资理念　分享财富成功之道

严行方◎著

WARREN BUFFETT



中国城市出版社
CHINA CITY PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

巴菲特忠告中国股民／严行方著．—北京：中国城市出版社，2009.9

ISBN 978－7－5074－2154－5

Ⅰ．巴…　Ⅱ．严…　Ⅲ．股票—证券投资—基本知识　Ⅳ．F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2009）第 131270 号

选题策划　徐昌强（13661335586　greatbook@sina.com）
责任编辑　华　风
封面设计　北京多方文化
责任技术编辑　张建军
出版发行　中国城市出版社
地　　址　北京市海淀区太平路甲 40 号（邮编　100039）
网　　址　www.citypress.cn
发行部电话　（010）63454857　63289949
发行部传真　（010）63421417　63400635
发行部信箱　zgcsfx@sina.com
编辑部电话　（010）52732085　52732055　63421488（Fax）
投稿信箱　city_editor@sina.com
总编室电话　（010）52732057
总编室信箱　citypress@sina.com
经　　销　新华书店
印　　刷　北京集惠印刷有限责任公司
字　　数　250 千字　　印张 17.5
开　　本　787×1092（毫米）　1/16
版　　次　2009 年 9 月第 1 版
印　　次　2009 年 9 月第 1 次印刷
定　　价　35.00 元

版权所有，盗印必究。举报电话：（010）52732057

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代 序

巴菲特那一套在中国行得通吗

在中国，如果说巴菲特是当今全球最受崇拜的投资大师，大概没有人会反对；可是，如果说他在中国也能取得同样的成功，则恐怕没有多少人会认同。尤其是我国1亿多股民中，三分之二是根据各种股评和消息面来炒股的，他们追求的是“不亏本，少赚点”。要想让这些人真心实意地去践行巴菲特的价值投资理念，还真有些难为他们了。

人们之所以怀疑巴菲特的那一套在中国行不通，是基于以下两点理由：一曰中国股市不成熟，不规范；二曰巴菲特的投资理念知易行难。其实，这两点理由根本站不住脚。

先说中国股市不成熟，不规范。可以说，越是不成熟、不规范的股市，巴菲特的价值投资理念就越奏效。在成熟、规范的股市里，上市公司的基本面与股价之间的结合度较高，即使你不怎么去关心基本面，仅仅把股票当作交易品种来看待，最终损失掉的也可能只是佣金，因为这些股票本身就值这个价；相反，在不成熟、不规范的股市里，股价偏离基本面太多，如果再不注重考察其内在价值，仅仅靠捕风捉影来投资，这样的风险就太大了。

再说巴菲特的投资理念知易行难。这固然有客观原因，但主要还是主观因素。客观原因是我国股市中缺少巴菲特价值投资所提到的两个重要元素：一是估值；二是盈利模式的可持续性。主观因素是绝大多数投资者没能真正掌握并运用巴菲特的投资精髓。

有则笑话说，新娘子学烧菜时切洋葱头，切得眼泪直流，于是打电话向妈妈请教。妈妈说，放在水里切就没事了。过一会儿新娘子又打电话来说，现在她和洋葱头全都泡在浴缸里了，接下来又怎么切呢？投资者如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样来学习巴菲特的投资理念，十有八九要失败。

巴菲特的价值投资理念放之四海而皆准，在中国当然也不例外，这可以从他在全球范围内投资股票取得的成功中得到证实。

什么是巴菲特的投资精髓呢？1994年他在纽约证券分析师协会演讲时说："我认为有三个基本的观念，如果这些观念牢牢根植在你的思维架构里，我想象不出你会无法在股市取得不错收益。这些观念没有一个是复杂的，没有一个需要数学天赋或类似才能：一是你必须把股票看做一个企业；二是把市场的波动看做是你的朋友而不是你的敌人，从市场的愚蠢中获利，而不是受其限制；三是把握住投资中最重要的安全边际。"

可以说，这三点就是巴菲特投资方法的核心。当他听说价值投资在中国很流行时，他对中国股民说："投资的精髓，不管是公司还是股票，要看企业本身，看这个公司将来五年十年的发展，看你对公司的业务了解多少，看公司的管理层是否让你喜欢并且信任。如果股票价格合适你就持有。"

巴菲特始终认为，股票投资应当选择好的公司，并且在价格合理的时候买入。所以，他从来不买那些股价涨得过快的热门股，而是潜心挖掘稳健上行的股票。在他眼里，热门股必定估值过高。

对比之下，中国投资者非常偏爱买热门股，这就不但成不了巴菲特，而且连他的皮毛也学不到。离开了价值投资，即使你一年赚8倍10倍也成不了巴菲特，因为这样的业绩必然需要超级行情作支撑，这样的钱来得快去得也快。就像赌博一样，你赢再多的钱也不稀奇，因为会赢就会输。要知道，巴菲特如果遇到这种大牛市早就敬而远之了。

本书从巴菲特的价值投资理念出发，结合中国股市实际，尽可能多地引用巴菲特的原话来阐述他的核心理念和投资技巧、理论精髓。

诚然，本书并不认为巴菲特说的都对，也不保证运用他的投资理念就能在股市中战无不胜。因为谁都知道，中国股市中有许多国有企业是凭借政策利好盈利的，有许多民营企业离开了某个创始人很快就会陷入困境。这也是巴菲特头疼和忌讳的地方。但至少，好好理解并准确把握巴菲特的投资精髓，会有助于你用理性的眼光来看待投资。

尹行方

512088@163.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目录

CONTENTS

代序 巴菲特那一套在中国行得通吗 / 1

忠告 1： 不准备持有 10 年的股票不买

★路遥知马力，日久见收益 / 7
★股票好坏应该从长远来考察 / 10
★股市不该是宏观经济晴雨表 / 13
★打盹时赚的钱比醒着时更多 / 16
★长期投资能减少摩擦成本 / 19
★长期投资有助于实行三不主义 / 22
★长期投资能推迟并减少纳税 / 25
★长期投资有助于战胜机构主力 / 28
★后悔没有长期持有迪斯尼 / 31

忠告 2： 买股票就是要投资该公司

★买什么样的股票非常重要 / 34
★买股票就是购买企业的一部分 / 37
★精心选股是长期投资的前提 / 40
★一旦看准对象就要集中火力 / 43
★优秀的股票都是相似的 / 46
★不必对某一类股票抱有偏见 / 49
★业务最好能长期保持稳定 / 52
★业绩宁可慢些也要走得稳些 / 55
★不要用短期利益牺牲长期利益 / 58

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告3：公司管理层一定要优秀
★股票投资最重要的其实是人 / 61
★公司管理层影响着内在价值 / 64
★资本配置能力决定着公司存亡 / 67
★优秀管理层会善于渡过难关 / 70
★他们会把企业看做是自己的 / 73
★巴菲特购并时特别注重管理层 / 76
★回购股票可以看做是风向标 / 79
★重点是管理才能和人格品质 / 82
★管理层的优秀要靠业绩来证明 / 85

忠告4：公司业务经营要容易理解
★业务比资本配置更重要 / 88
★要确定自己的能力圈边界 / 91
★业务内容要简单易懂 / 94
★业务过于复杂会危机四伏 / 97
★新型业务要能便于理解 / 100
★特别留心与众不同的业务 / 103
★看由谁来运作这些业务 / 106
★亲自考察而不是道听途说 / 109
★没有最好，只有更好 / 112

忠告5：公司要有一条经济护城河
★经济护城河是一种竞争优势 / 115
★经济护城河的实质是安全边际 / 118
★安全边际比价格高低更重要 / 121
★学会怎样考察经济护城河 / 124
★成本过高往往是灾难的先兆 / 127
★要特别关注低成本经营模式 / 130

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★不要被账面利润所迷惑 / 133
★名气和广告不能说明问题 / 136
★经济护城河是会变化的 / 139

忠告6：公司负债率一定要低
★真正的好企业不需要负债 / 142
★没有负债的波仙珠宝公司 / 145
★债务比率过高必然导致失败 / 148
★不同行业的负债率不同 / 151
★负债率高低与会计准则有关 / 154
★有些负债本来是可以省掉的 / 157
★零息债券是一把双刃剑 / 160
★银根紧缩时的投资机会更多 / 163
★检验经营管理层的一杆标尺 / 166

忠告7：自由现金流要持续充沛
★两鸟在林不如一鸟在手 / 169
★有了金刚钻才能揽到瓷器活 / 172
★自由现金流代表着真金白银 / 175
★伟大的公司必须现金流充沛 / 178
★有没有利润上缴是不一样的 / 181
★资金分配是最重要的管理行为 / 184
★现金流不能只看账面数字 / 187
★政府的自由现金流也是这样 / 190
★自由现金流有赖于优秀经理人 / 193

忠告8：净资产收益率指标要高
★衡量盈利能力的最佳指标 / 196
★净资产收益率不是孤立的 / 199

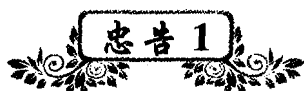
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★净资产收益率要作相应调整 / 202
★股息分配与投资报酬率有关 / 205
★未分配利润要能“利滚利” / 208
★关注经济商誉是否足够高 / 211
★要保住利润不搞杀价竞争 / 214
★看有没有明确的经营原则 / 217
★某些行业的股票具有特殊性 / 220

忠告9：股票交易价格必须合理
★要以合理的价格买入股票 / 223
★买入价格比买入时机更重要 / 226
★不要贪婪烟屁股投资法 / 229
★选择 A 股 H 股价差大的股票 / 232
★老天爷也不同意买入价格过高 / 235
★研究股票而不是主力动向 / 238
★用未来现金流衡量股票价格 / 241
★股市越是下跌投资越安全 / 244
★不要单纯因为价格卖掉好股票 / 247

忠告10：要把股价波动看做是好事
★真正的投资者欢迎股价波动 / 250
★股价波动并非风险的起源 / 253
★大牛市意味着离场时机来临 / 256
★大熊市意味着你要格外冷静 / 259
★股价波动和行业密切相关 / 262
★重要的是注重个股对象 / 265
★股价波动时更要读财务年报 / 268
★不要沉浸在对过去的回忆中 / 271
★坚信股价不会长期背离价值 / 274

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



不准备持有 10 年的股票不买

★ 路遥知马力，日久见收益

由于我相信杰克·伯恩以及该公司原本拥有的竞争优势，伯克希尔在 1976 年下半年买进大量的政府雇员保险公司股份，之后又小幅加码，到 1980 年底，我们总共投入 4570 万美元取得该公司 33.3% 的股权。然而在往后的 15 年内，我们并没有再增加持股。不过由于该公司不断地购回自家公司股份，使得我们在政府雇员保险公司的持股比例逐渐增加到 50% 左右。然后到了 1995 年，我们同意以 23 亿美元买下另一半原来不属于我们的股份，这实在是天价。不过它让我们可以百分之百地拥有一家深具成长潜力的企业，且其竞争优势从 1951 年到现在一直都维持不变。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。他用自己前后多次购买政府雇员保险公司股票的亲身经历，充分证明了这样一个简单道理：只有长期投资才能取得高回报。

巴菲特在伯克希尔公司 1995 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1976 年下半年购买了政府雇员保险公司的大量股份，之后又小幅加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

码。1995 年时，伯克希尔公司对政府雇员保险公司的持股比例逐渐增加到 50% 左右。说实话，要计算这几十年来投资在政府雇员保险公司身上的一笔笔成本是很复杂的。但有一点显而易见，那就是 1995 年伯克希尔公司以 23 亿美元的代价买下了它的另一半股份。

巴菲特承认，这实在是一笔天价，但只要看到政府雇员保险公司的竞争优势 50 年来一直维持不变，他对百分之百地拥有这样一家非常具有成长潜力的企业，还是感到心满意足的。

细心的读者注意到，1995 年伯克希尔公司购买政府雇员保险公司一半股份的代价是 23 亿美元，当初巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆 1948 年购买政府雇员保险公司的股份也恰好是一半，当时他付出的代价是 72 万美元。从中可以简单地看出，政府雇员保险公司的股票价格在这 48 年间上涨了 3100 多倍。可以说，如果要搞快进快出，投资者投资该股票绝对不会取得这样高的收益回报。

关于这一点，巴菲特以前在哥伦比亚大学商学院的一位校友、证券组合经理尤金·沙罕可谓研究得非常透彻。

1986 年，尤金·沙罕给巴菲特的经典作品《格雷厄姆－多德式的超级投资者》写了一段续篇，其中就详细探讨过这个问题。格雷厄姆是巴菲特的老师，戴维·多德原来也是格雷厄姆的学生，后来成为哥伦比亚大学教授、格雷厄姆的合作伙伴，两人合著了一本《证券分析》。

尤金·沙罕的文章标题是："短期业绩与价值投资相互排斥吗？"意思是说，人们津津乐道的巴菲特的投资业绩，都是从一个相当长的时期来看待的，而对于各家基金公司来说，考核基金公司经理采用的都是短期业绩，这是否合理呢？

尤金·沙罕之所以会提出这一观点，是因为他经过研究发现，那些"格雷厄姆－多德式的超级投资者"如果从短期投资角度看，投资业绩回报也不怎么样，包括巴菲特的老师格雷厄姆亦是如此。

例如，这些代表人物中的约翰·梅纳德·凯恩斯从事投资年限 18 年，其中业绩不佳的年数有 6 年，比例达 33%；查理·芒格投资年限 14 年，其中业绩不佳的年数有 5 年，比例达 36%；比尔·鲁安投资年限 27 年，其中业绩不佳的年数有 10 年，比例达 37%；卢·辛普森投资年限 17 年，其中业绩不佳的年数有 4 年，比例达 24%。只有巴菲特例外，截

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至当时的投资年限是13年，业绩不佳的年数是0年。

毫无疑问，这些人都是巴菲特心目中的“超级投资者”，投资技巧和业绩回报出类拔萃，可是他们同样面临着短期业绩表现不佳的时期，而且差不多各占其中的三分之一到四分之一时段。

尤金·沙罕由此得出结论说，在这种龟兔赛跑式的基金业绩考核管理中，投资者如果注重短期业绩，就必然会牺牲长期利益。巴菲特在这些人中之所以能例外，正好从一个侧面反映出长期投资才能更好地体现出价值投资理念来。

那么，这种长期和短期阶段又如何来判断和把握呢？巴菲特通过对20世纪整整100年间美国股市的走势进行研究发现，美国股市整体走势在与宏观经济形势背离的同时，同样具有某种周期性规律。只要正确把握这种周期性规律，就能包赚不赔。

巴菲特认为，投资者在这其中最重要的是学会定量分析，从而判断股市是否过热或过冷，避免随波逐流陷入股市的群体性疯狂。

在这里，巴菲特向美国投资者推荐了一个非常简单而又非常适用的股市整体定量分析指标——所有上市公司总市值占国民生产总值（GNP）的比率。这个指标虽然简单，却是在任何时候评判上市公司价值是否合理的理想指标。

它的原理是，如果投资者财富的增长速度高于美国宏观经济增长速度，就认为该指标会不断上升，直到无穷大，事实上这是不可能的。巴菲特认为，当这个指标在70%～80%时就可以买入股票，如果该指标达到200%你还在买股票的话，那就无异于玩火自焚了。

遗憾的是，由于我国股市的发展历史还很短，这一指标在我国股市还不宜采用，投资者不要照搬照抄。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，只有长期投资才能取得高回报。但他同时又认为，这种长期投资的期限并没有规定，很重要的是要踏准节拍。为此，他提出了一个非常简单而又实用的判断依据——股市整体定量分析指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股票好坏应该从长远来考察

像可口可乐与吉列这类公司应该可以被归类为“永恒的持股”，分析师对于这些公司在未来一二十年饮料或刮胡刀市场的预测可能会有些许不同，而我们所说的永恒也并不意味这些公司可以不必继续贯彻在制造、配销、包装与产品创新上的努力。就算是最没有概念的观察家或者是其最主要的竞争对手，也不得不承认可口可乐与吉列公司在终其一生的投资生涯，仍将在其各自领域中独领风骚，甚至于它们的优势还有可能继续增强。过去 10 年来，两家公司原有的极大的市场占有率又扩大了许多，而所有迹象显示，在往后的 10 年间它们还会继续以此态势来扩大版图。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。一只股票的好坏应该从长远来看，不能以眼下的涨跌论得失。投资者必须用长远眼光来看待持股，这样才能获得应有的丰厚回报。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，当时他正在研究可口可乐公司 100 年前的年报。他从这份 1896 年的年报中发现，可口可乐公司虽然已经成为当时冷饮市场的领导者，但那时公司只有 10 年左右的历史，令人称奇的是，当时的可口可乐公司就已经规划好了未来百年的发展计划。

要知道，当时的可口可乐公司年销售额还只有 14.8 万美元，可公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总裁却表示："我们从没有放弃告诉全世界，可口可乐是能够提升人类健康与快乐、最卓越超凡的一件东西。"

巴菲特满意地说，可口可乐公司正是因为遵循了100年前制定的方针政策，并且一以贯之，才使得它的年销售量从那时的11.6万加仑可乐糖浆，增长到32亿加仑，100年间增长了27500多倍。

巴菲特说，100年前的可口可乐产品所代表的热情和想象力就达到了顶点，成为塑造这家公司的一部分。也正因如此，可口可乐公司的本质即其竞争优势和主导性，多年来一直都没有被改变。

巴菲特兴奋地说，还有什么样的股票能比可口可乐公司更具有长远效应呢？投资者只要从一个相当长的时期来看，就能看出这种股票的投资价值；相反，如果从某个短期来看，却很可能会有遗珠之恨。

巴菲特承认，对于一些经常被人们称为黑马的股票来说，可口可乐公司无论业绩增长还是股价上升幅度都可能显得相形见绌，但他从《伊索寓言》中得知，"两鸟在林不如一鸟在手"。手中拥有这样的股票，非常符合巴菲特的长期投资理念。

他说，要投资到如此优秀的上市公司实在有难度。因为当初如果只是考察某个公司是否处于市场领导地位，还不足以保证成功。要知道，美国通用汽车公司、IBM公司、西尔斯公司等，都曾经是本领域内的龙头企业，具有这个产业所无法取代的优势地位。可结果怎么样呢？这些公司虽然登峰造极一时，却经不起市场竞争的考验。

巴菲特由此总结说，投资者的长期投资必须要有长远眼光，要选择那些值得"永恒持股"的股票作为投资对象。据他估计，在美国股市中符合这种标准的投资对象不可能超过50家，甚至不会超过20家。这就对如何选对股票提出了更高要求。

巴菲特在伯克希尔公司1979年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的股东是相当特别的一群人。一方面，巴菲特和伯克希尔公司的投资理念影响到了购买伯克希尔公司股票的投资者；另一方面，购买伯克希尔公司股票的投资者，也会影响巴菲特撰写伯克希尔公司年报的方式。究其原因在于，巴菲特和伯克希尔公司的长期投资理念吸引了投资者，如果投资者不赞成这样的理念，而只是关注伯克希尔公司股票价格的短期涨跌，就可能不会购买伯克希尔公司股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他举例说，伯克希尔公司每年大约有98%的股东持股不动。也就是说，伯克希尔公司股票的全年换手率大约只占总股本的2%。这就意味着，该公司绝大多数股东都是“老”股东。

巴菲特研究发现，上市公司的经营风格往往会吸引同类型的人成为其公司股东。如果该公司注重短期效益和股价波动，就会有具有这种特质的投资者自动上门成为其股东；相反，如果该公司注重的是长期效益、长期业绩回报，那么同样会吸引具有这种特质的投资者购买该股票。也许这就是中国人所说的“物以类聚，人以群分”吧！

所以，巴菲特每年在撰写伯克希尔公司年报致股东的一封信时，都要紧接着前一个年度的叙述，尽量多穿插一些新内容，避免一再重复过去的老一套让大家听得生腻。而这对他自己来说，也不会觉得厌烦。

与此同时，巴菲特还研究表明，购买伯克希尔公司股票的投资者中大约有90%的比例，把自己最大的投资份额投在了伯克希尔公司股票上，所以这些投资者更是特别关注伯克希尔公司年报的阅读和研判。

为此，巴菲特又必须花费较多的时间、较大的笔墨来向各位股东汇报一年来的经营情况。相比之下，伯克希尔公司每个季度的季报就简单得多了，因为无论股东还是公司管理层都是从长远眼光来对待公司经营的，并不是每个季度都有新的重大事项要报告，所以往往是一笔带过。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，判断一只股票的好坏应该具有长远眼光。这不但因为伯克希尔公司的经营理念是注重长期业绩回报，同时还与投资该公司的投资者都是怎样的一群人有关，两者之间是相辅相成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股市不该是宏观经济晴雨表

我们分别在1967年买进国家产险公司、1972年买下喜诗糖果、1977年买下水牛城日报社、1983年买下内布拉斯加家具中心、1986年买下斯科特·费策，我们都是趁它们难得求售时才得以买进的。当然也因为它们的开价我们认为可以接受。当初在评估每个案子时，我们关心的不是道·琼斯工业指数的走势、美国联邦储备委员会的动向或是总体经济的发展，而是这些公司本身未来的前景。而如果我们觉得这样的方式适用于买下整家公司，那么每当我们决定要通过股市买进一些好公司部分的股权时，为什么就必须采取不一样的做法呢？

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有10年的股票不要买。股市不是也不应该是宏观经济的晴雨表，所以投资者购买股票的着眼点应该放在该股票本身的发展前景上，而不是宏观经济环境的变化。

巴菲特在伯克希尔公司1994年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司过去买入国家产险公司、喜诗糖果公司、水牛城日报社、内布拉斯加家具中心、斯科特·费策公司等，根据的都是这些公司的内在价值和未来发展前景，而不是道·琼斯工业指数的走势，或者美国联邦储备委员会的政策动向，甚至也不是美国经济的总体发展趋势。这种考察方式既适合于整体买入某家公司，当然也同样适合于买入该公司的部分股权。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特为什么会认为股市不是宏观经济的晴雨表呢？要知道，长期以来，尤其是在中国，总认为股市起到了反映一个国家乃至世界宏观经济晴雨表作用的。

巴菲特是一个注重实证考察的人，所以这里可以用2001年11月10日美国《财富》杂志发表的巴菲特的一篇文章中的观点来加以论述。在这篇文章中，巴菲特以翔实的历史数据论述了1899年至1998年的100年间美国股市的整体走势和国民生产总值（GNP）走势完全背离的现象。

巴菲特在文章中重申，长期来看股市与美国经济的整体成长性是相关的，过度高估或低估的股票价格肯定会回归于其内在价值。

巴菲特的研究表明，美国股市的长期平均年复合回报率大约为7%左右。不过，如果从某个特定阶段看，由于受利率、投资者预期收益率、心理因素等影响，股市的投资回报率是忽高忽低的。这就是巴菲特经常引用他的老师本杰明·格雷厄姆所说的一句话："从短期来看，市场是一台投票机；但从长期看，它是一台称重机。"

例如，1964年至1998年间，美国股市的整体走势就与美国国民生产总值的走势完全背离。此期间一共有34年，其中道·琼斯工业指数在前17年的走势就和后17年完全不同。

从前17年看，1964年末的道·琼斯工业指数为874点，1981年末为875点，17年只增长了1个百分点，几乎可以忽略不计。可是谁都不敢说这17年间的美国经济也是原地踏步的，因为这不是事实。研究表明，在此期间美国的国民生产总值增加了373%。

从后17年看，1981年末的道·琼斯工业指数为875点，而1998年末为9181点，17年间增长了9.5倍，属于典型的大牛市行情。同样毫无疑问，在这期间美国的经济发展绝对没有这么快。研究表明，在此期间美国的国民生产总值增加了177%。

如果把考察期间扩大到整个20世纪，可以看出经常如此。在这100年间，美国的国民生产总值在扣除通货膨胀因素后实际增长了702%。而如果继续把这100年划分为10个10年期来考察，再扣除1929年至1933年的经济大衰退和两次世界大战，美国人均国民生产总值仍然是持续增长的。如果股市能够作为宏观经济晴雨表的话，那么在这10个阶段中，美国股市都应该是不断增长的，但事实根本不是这回事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，1900年的美国人均国民生产总值相当于1996年的4073美元，1920年的这一指标相当于1996年的5444美元，增长了33.7%。可是这20年内，道·琼斯工业指数只是从当初的66点增长到72点，增长了9%，年平均增长率只有0.4%。1964年至1981年，美国股市中又出现了与此非常相似的一幕。

而在接下来的1920年至1929年9年间，道·琼斯工业指数却从72点一跃而上到了381点，增长了429%。紧接着，1930年至1948年间，道·琼斯工业指数又几乎下跌了一半，1948年末只有177点了，而同期国民生产总值却增长了50%。类似的情形以后又重演过好几次。

股市走势为什么会和宏观经济环境有如此大的反差呢？传统经济学和金融学教科书上都无法对此作出合理解释，因为这不是用宏观经济波动就可以解释清楚的，更与国内生产总值的波动导致股市相应波动的说法相矛盾。

对此巴菲特的解释是，这种反常现象的主要原因在于利率、预期投资收益率、投资者的心理因素在起作用。其中尤其是利率因素最关键，它就像地心吸引力一样吸引着全球所有资产的价值。而用这一学说对照巴菲特所分析的上述各个阶段的股市走势，确实非常吻合。

限于篇幅，关于利率、预期投资收益率、投资者心理因素等内容这里不加展开，本书后面将有详细叙述。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股市不是宏观经济的晴雨表，实际上它受利率、投资者的预期投资收益率和心理因素的影响更大。所以，投资者在购买股票时更应该考虑的是该股票的微观面，而不是整个宏观经济面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 打盹时赚的钱比醒着时更多

我们的投资组合还是没有多大变动，我们打盹时赚的钱比起醒着时多很多。按兵不动对我们来说是一项明智的行为，就像是我们或其他经理人不可能因为谣传美国联邦储备委员会可能调整贴放利率，或是华尔街上那帮土匪大幅改变他们对股市前景的看法，就决定把旗下高获利的金母鸡卖来卖去一样，我们也不会对拥有部分所有权的好公司股票任意出脱。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。从他自己的投资经历看，他在打盹时赚的钱要比醒着的时候多很多。所以他开玩笑说，他宁可每天睡着了打盹，也不愿意醒着。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司的投资组合并没有多大变动，因为根据他的经验，他在打盹时赚的钱比醒着的时候要多很多。

所以他说，按兵不动就是一种明智的投资行为。就像他和其他经理人不可能因为只是听说美国联邦储备委员会可能要调整利率了，或者美国华尔街上的那些投资机构大幅度改变了对股市发展前景的看法，就把手中拥有的好股票频繁买进卖出一样，投资者更应当关心的是能否以合理价格取得拥有绝对竞争优势和德才兼备管理层的好股票。只要这些股票的本质没有任何改变，就应该一直持有下去。

按照这样的思路进行投资，巴菲特说，投资者到最后会发现自己的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝大多数股票实际上集中在少数几只好股票身上。这个道理很好理解，这就像篮球俱乐部把投资集中在一群大学明星篮球队员中 20% 最具发展潜力的球员身上一样，这里完全符合“二八定律”。

巴菲特介绍说，无论买下整个公司还是拥有部分股票，大家都会发现他偏爱那些变化不大的企业和产业。原因很简单，因为这些企业能够拥有 10 年、20 年以上的竞争优势，而那些发展变化快速的产业环境或许能让投资者一夜暴富，却无法提供他所想要的那种稳定性。

比较而言，他宁可希望拥有这种具有长期竞争优势的稳定型发展企业，也不希望买到那种上蹿下跳的黑马型股票，后者只会让人担惊受怕。

也正因如此，巴菲特拥有的股票都具有这种稳定性，所以每天晚上他都能心安理得地睡觉，并且希望睡觉的时间更长一些，因为他在睡着的时候赚的钱比醒着的时候更多。当然，这只是他一个玩笑的说法。

关于这一点，巴菲特早在 20 岁时就有类似的想法了。他说，如果你拥有 1 美元、每年增值 1 美元，期限是 20 年，这时候有两种选择：一是把你的 1 美元卖出去然后重新进行投资，当然，这时候你是必须支付税款和交易费用的；另一种选择是你什么也不做，就这样静静地等待 20 年时间过去。要知道，这两种选择的结果大相径庭。

第一种选择你看起来很忙，而且每年都有收获，可是 20 年过去后你所得到的投资回报却只有 2.5 万美元。由于每年都要卖出、买入 1 次股票，所以这 20 年中你必须作出 40 项决定，而且每一项决定都不能错，这样才能保证年年获利。而在第二种选择下，你什么都不用做，最终所能得到的投资回报却可以高达 69.2 万美元（请注意，美国的股票交易要交 34% 的所得税，这个数据在我国测算时会有所不同）。

巴菲特由此认为，投资者购买股票应该从一个较长的时期来考察。这就像马拉松比赛一样，只有第一个跑完全程的人才能称得上冠军。他说，“量子基金”和“老虎基金”都曾经在投资市场这个马拉松比赛中取得过阶段性第一，但都没能跑完全程，所以它们是很遗憾的。

巴菲特承认，投资者希望手中拥有的股票能够长期获得稳定的投资回报，但任何产业都会发生变化，并不是所有希望都能变成现实的。但即使如此，也不能否认他的投资观念就有什么错。

他举例说，1996 年喜诗糖果公司的经营状况就和 1972 年他买入该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司时有很大不同，这是很正常的。20 多年过去后，喜诗糖果公司的生产设备、产品品种、销售渠道都发生了重大变化，唯一不变的是消费者依然喜欢购买盒装巧克力，而购买盒装巧克力的首选品牌就是喜诗糖果，这一点可从来没有发生过变化。不要说在这 20 年间，就是从 20 世纪 20 年代该公司创立以来就一直没有发生过变化，而巴菲特估计，这在今后的几十年间也不会有什么改变。

巴菲特为什么要举这个例子呢？他的言外之意是说，他购买喜诗糖果公司股票有把握预测它的未来，那就是一如既往。正因如此，他对买入这样的股票感到放心，晚上睡觉时可以高枕无忧。因为这样的股票放上多少年都不会“变质”，总是会取得稳定的获利回报。

巴菲特不无幽默地说，人人都希望改变现实。作为公民的一分子，他和查理·芒格同样希望有新的观念、新的产品、新的方法提高自己的生活水准，因为这对自己有好处。不过，从投资者身份来说，他和查理·芒格把热门股票的态度看做是像在太空探险一样。如果有投资者愿意对这样的太空探险勇敢地进行尝试，他们会给予喝彩，可是如果要他们自己去亲自上阵，那还是算了吧。

其实，这不就是我们绝大多数投资者的真实写照吗？当电视、电影里出现一些惊险动作比如杂技表演，你会觉得很好看，可是如果要你去冒这样的险，绝大多数人都会退避三舍的。既然如此，你为什么就不把自己的投资当一回事，非要去冒险不可呢?!

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股票投资与其忙得直不起腰来，不如采取一种偷懒的方式获利更多。这里的关键是要选择到一只好股票，然后就放在那里按兵不动。他自己的投资经历就充分说明了这种方式的可行性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 长期投资能减少摩擦成本

实际上，由于摩擦成本（frictional costs）的存在，股东获得的收益肯定要少于公司的收益。我个人的看法是：这些成本如今正越来越高，从而导致股东们未来的收益水平要远远低于他们的历史收益水平。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。频繁的买进卖出会大大增加股票投资的摩擦成本，从而变相降低投资回报率。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，怎样才能使投资收益最大化呢？在他看来，对于伯克希尔公司和其他美国股票投资者来说，过去这些年来要大把大把地赚钱简直是轻而易举的，其中的一大秘诀就是长期投资。

他说，一个真正称得上长期投资的例子是，道·琼斯工业指数从 1899 年 12 月 31 日的 66 点上涨到 1999 年 12 月 31 日的 11497 点，这整整 100 年间上涨了 173 倍，看起来升幅非常大，其实原因很简单，那就是 20 世纪美国的企业经营非常出色。投资者只要凭借企业繁荣的东风，躺在那里持股不动，就可以赚得盆满钵满。

巴菲特说，绝大多数投资者都没能赚到这样大的投资回报，这不能怪别人，只能怪自己。因为正是投资者受到了一系列伤害，才在相当大的程度上减少了本该属于他们的投资回报。

巴菲特这里所指的一系列伤害，主要是指股票投资中的频繁买进卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出。他说，这可以通过一个最基本的事实来理解：在大多数情况下，投资者所能得到的投资回报应该和企业在这期间所能获得的收益同步。

也就是说，如果投资者100%拥有这家公司，而该公司在这10年间的积累增长了10倍，那么毫无疑问，这10倍资金积累都是这位投资者的。同样的道理，如果有1万名股东拥有该上市公司，那么这笔资金积累就应该是这1万名股东按照持股比例进行分配的。

然而现实是，这1万名股东中有的赚到了平均数，有的超过平均数，有的甚至还造成了亏损。投资者A通过聪明的买入卖出，能够得到比B更多的投资收益，但总体来看，这些A们和B们的盈亏是相等的。当股市上涨时，所有投资者都觉得自己赚钱了，但其中有一个投资者要抛出该股票，必定需要得到其他投资者的接盘才能实现交易。所以，如果不考虑摩擦成本的话，他们的盈亏是相等的。

现在的问题是，由于摩擦成本的存在，股东获得的收益肯定要小于公司的资金积累。巴菲特的看法是，这种摩擦成本有越来越高的趋势，相比而言，投资者未来的收益水平却要远远低于过去的收益水平，当然更要低于该上市公司总的收益水平了。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报中，以美国人最容易理解的一个故事对此进行了解释。他说，你可以想象一下，如果美国所有的上市公司都被某一个家庭拥有，并且这种情形将永远持续下去，姑且称之为Gotrocks。这个家庭在把投资所得分红纳税后，将会由于这些公司所获得的利润越来越多而变得越来越富有。就目前而言，美国所有上市公司的年利润大约为7000亿美元，这就是说，这个家庭每年都有差不多7000亿美元的收入。当然，其中必须有一部分要用于生活开支，但这个家庭每年的积蓄还是会以稳定复利不断增长的。并且，在这个Gotrocks大家庭里，所有人的财富都会以同样的速度增长，一切都显得协调有序。

然而有一天，终于来了一群伶牙俐齿的家伙，百般劝说这个大家庭中的每一个人去卖掉某只股票，同时买入另一只股票，以此来获得比其他家庭成员更好的投资回报。当然，这些热心人并不是来“学雷锋”的，他们在为这些家庭成员热心买卖股票的同时，是要收取相应手续费的。容易看出，巴菲特这里所说的这些热心人是指证券公司。

这样，随着这些家庭成员的交易次数越来越多，热心人从中收取的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

佣金也越来越多，所有家庭成员从企业总收益中分到的份额就越来越少，摩擦成本就这样产生了。

毫无疑问，这些家庭成员也不是傻瓜。一段时间过去后，他们中的大多数人会发现在这种“打败我兄弟”（beat-my-brother）的游戏中，这些热心人做得并不好，自己并不能取得比别人更多的投资收益，于是又来了另一批热心人。第二批热心人对他们说，你们靠自己的力量是无法战胜其他人的，必须依靠我们这些专家，因为我们做得更专业，会帮你们取得更多的投资回报。

容易看出，巴菲特这里所指的第二批热心人，就是各种各样的基金。可是结果怎么样呢？基金队伍的加入在投资者和上市公司之间横插一杠，在活跃股票交易的同时大大增加了交易环节，使得摩擦成本更加提高了。因为原来的投资者还只要付出一道成本，现在则需要付出两道。

当这个大家庭成员每人都聘请了专业人士后，整体财务状况更是每况愈下，于是大家纷纷寻求更多帮助，这样就找到了第三批热心人，他们的身份是财务规划或机构咨询专家，并且很乐意向他们支付高昂的咨询费用。就在他们的希望又将破灭时，第四批热心人出现了，这就是巴菲特所说的“超级帮助者”。实际上，他们就是第二批人，只不过披上了对冲基金、私人股权投资公司的外壳，所以收取的报酬更高。结果大家都能想象得到，投资者依然是一连串的失望和无奈。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，上述处境就是今天绝大多数投资者的遭遇。如果他们只是老老实实地躺在那里休息的话，所有上市公司的收益都会按比例装进他们的腰包，根本不需要付出任何摩擦成本。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 长期投资有助于实行三不主义

我们很喜欢买股票，不过卖股票又是另外一回事。这就像是一个旅行家发现自己身处只有一个小旅馆的小镇中，房间里没有电视，面对漫漫无聊的长夜，突然间他很兴奋地发现桌上有一本书名为《在本小镇可以做的事》。只是当他翻开书后，里面却只有短短的一句话："那就是你现在在做的这件事。"

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有10年的股票不要买。因为只有长期投资才符合巴菲特的投资风格：不看大盘、不相信技术分析、不做股市预测，我们把它归纳为"三不主义"。

巴菲特在伯克希尔公司1992年年报致股东的一封信中说，他很喜欢买股票，不过卖股票又是另外一回事了。从这一点上看，就像有位旅行家住在一个小镇上的小旅馆里一样，房间里连电视机也没有，百无聊赖之中蓦然看到桌子上有一本书。本想用它来打发时光，可是这本名叫《在本小镇可以做的事》的书里居然就只有一句话。巴菲特的意思是说，这位旅行家依然没有任何事情可做。

巴菲特说这个故事的用意，就是说明投资者买入股票后要多看少动，具体地说就是不看大盘、不相信技术分析、不做股市预测，只做价值投资。别以为这种做法只适合于美国股市，在中国就不适用，完全不是这样的。

中国有位著名的投资者，原来也和许多人一样，是根据技术分析炒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股的。整天坐在电脑前看技术图形，做到最后业绩一塌糊涂。他在1999年开始研究巴菲特，并且在实践中努力用巴菲特的长期投资、价值投资理念来指导行动计划，把稳赚不赔作为最重要的原则。从1999年开始到2007年大牛市之前的熊市中，他依然每年取得了30%以上的投资收益率。如果单纯从数据看，这样的业绩已经超过巴菲特了。

那么，巴菲特为什么要实行“三不主义”呢？归根到底，对于长期投资者来说，这三样东西不但对你的股票投资没有帮助，反而有害，因为它会动摇你的长期投资理念，最终使你无法获得因为长期投资而得到的丰厚获利。

先说看大盘。无论股市大盘表现如何，每天都有个股出现涨停、跌停，这就表明，仅仅看大盘做股票与操作什么样的个股不一定有关系。就拿最熊市的股市来说，也照样有年年创新高的个股。投资者只要持股不动，不看大盘甚至不看该个股，该是你的就是你的。

从这一点上看，除非你投资指数基金，否则，看大盘对股票投资尤其是长期投资者来说一点好处也没有。

再说技术分析。股市投资中的技术分析理论1999年前在我国非常火暴，现在也有许多投资者痴迷于它。毫不夸张地说，有些投资者一生中学得最用功的功课就是波浪理论和江恩理论。

那么，技术分析在股市投资中究竟有没有用呢？如果说它是骗人的，那当然有一棍子打死的意味；但如果说它在大多数情况下是骗人的，决不会冤枉了它。

究其原因在于，如果你根据技术分析来炒股，往往很容易在高位上被套牢。说穿了，这和瞎子算命没什么两样。举个最简单的例子来说，任何技术分析都不能判断明天的股市是涨是跌，至多只是“猜谜语”。既然这样，这种东西还有什么参考价值呢，还是不看为好。

最后看股市预测，准确地说这里是指股市的短期预测。股市预测是一门很深的学问，总体来看短期的股市预测谁也吃不准，与其如此，那还不如不要去枉费心机。尤其是这三两天内的股市波动情况，你是无法准确预测的。这种短期预测对长期投资者而言，毫无价值。

读者如果感兴趣，可以到书店去看一看，目前书店里依然有2007年股市火暴时出版的股票书，信誓旦旦地预测当年的某月某日上证综合指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数将会突破 10000 点。这样的预测灵验吗？事实作出了最好的回答。

相比而言，股市的长期预测相对容易，但这并没有什么秘诀可言。因为说到底，股票市场从长期来看总是向上发展的，如果出现了暂时的下跌，也可以用“前途是光明的、道路是曲折的”来自慰。如果你说上证综合指数总有一天要突破 10000 点，这种预测做了也是白做。

那么，巴菲特是如何来进行长期预测的呢？举个中国读者最容易理解的例子来说：如果手机出现了，这时候巴菲特就会考虑是不是要卖掉手中原来持有的传呼机公司股票；如果现在的消费者买相机都买数码相机，没人再去买原来的那种胶卷相机了，这时候他就会考虑是不是要卖掉手中原来拥有的胶卷相机公司股票。如果手中原来就没有这样的股票，那么今后就更不会去碰它了。

对于中国投资者来说，所谓长期预测如果能做到对世界经济和中国经济以及行业发展有一个以上的大致判断就够了。当然，仅仅依靠这样的预测还是无法判断能不能买入某股票的，投资者要做的功课主要应当放在对某只股票内在价值的判断上。当该股票的内在价值大大高于其股价时，大胆买入这样的股票并长期持有，就一定会获得丰厚回报。

回过头来看，中国投资者对长期持股特别反感，因为有的股票放在那里几年股价反而越来越低。说实话，这并不是长期投资的错，而是你没有根据内在价值选股，或者你当初买入的价格太高了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，长期投资要耐得住寂寞，这就像出差到一个小镇上住在小旅馆里什么娱乐都没有，只能躺着睡觉一样。尤其是不要去看大盘，不要相信技术分析，不要去预测股市，因为这些对长期投资都没有好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 长期投资能推迟并减少纳税

如果我们持有一家一年赚 1000 万美元公司 10% 的股权，则我们依比例分得的 100 万美元将必须负担额外的州政府与联邦所得税，包括：（1）大约 14 万美元的股利税负（我们大部分的股利税率为 14%），或（2）最少 35 万美元的资本利得税（如果这 100 万没有分配，而事后我们又把该公司处分。我们适用的税率约在 35% 左右，但有时也可能接近 40%）。当然，只要我们不处分该项投资，这笔税负将可以一直递延下去，但最终我们还是必须支付这笔税金的。事实上，政府可以说是分享我们利润的主要合伙人之一，只是投资股票它要分两次，而投资事业则只能分一次。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有 10 年的股票不要买。股票买卖的频率越高、拥有的股票时间越短，你付出的股票交易税和佣金就越多，相比之下投资收益也就减少了。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，从经济实质而言，他同样倾向于长期投资，因为长期投资会有助于推迟并减少纳税。接着，他又举出了那个他经常要提到的很极端的例子来加以说明。

他说，假如伯克希尔公司只有 1 美元的投资，并且它每年都能获得 1 倍的投资报酬率。在这种情况下，如果伯克希尔公司每年都把股票卖出去，由于卖出股票要交纳 34% 的所得税，这样在重复了 19 年以后，伯克希尔公司在这 20 年间一共要给美国国库上交 13000 美元税金，而自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己则可以得到25250美元。看起来这似乎很不错，但如果你在这20年间一直持股不动，也就是什么事情都不做，最终的投资回报却可以高达1048576美元，在扣除34%的税金即356516美元所得税后，自己可以得到692060美元，相当于前者的27.4倍。

巴菲特由此得出结论说，长期投资有助于推迟纳税，并且还能合理避税。不要小看这仅仅是一点点差异，可对于投资者来说所得到的回报却是有天壤之别的。

仔细研究会发现，这种长期投资无论对投资者个人还是政府来说都是双赢的。就拿上面的例子来说，如果伯克希尔公司在这20年间一直持股不动，在伯克希尔公司投资回报率大大提高的同时，政府从中收取的所得税也比前者要高得多。所不同的是，政府必须等到20年结束、伯克希尔公司出售该股票时，才能将这笔税金悉数入库。

巴菲特坦言道，必须强调的是，伯克希尔公司的长期投资理念并不仅仅是因为这种简单的算术逻辑。与此同时，它们对与上市公司双方之间建立起来的商业合作关系，彼此珍惜这种情感，也是一个重要因素。更不用说，这种长期投资的前提是该股票本身值得长期拥有了。

巴菲特在伯克希尔公司1989年年报致股东的一封信中说，这种推迟交纳的所得税负债，就好像是美国国库借给伯克希尔公司的无息贷款。

究其原因在于，只有当你出售股票时才需要交纳所得税。从某种意义上说，这种无息贷款的还款期限是由你自己决定的。如果你早些出售股票，那么交纳所得税的时间就需要提前；如果你一直持股不动，那就意味着你一直不需要交纳这笔所得税。

更令人称奇的是，由于所得税只有在盈利情况下才需要交，如果投资失利、没有盈利所得，当然也就不需要交所得税了。所以，这种所得税或者叫无息贷款，其数额是根据股票价格波动而变动的，有时候也会因为税率的改变而改变。总体来看，它是一种递延所得税，有点相当于资产转移时所要交纳的交易税。只要你坚持长期投资，就可以大大减少这部分摩擦成本。

巴菲特举例说，1989年伯克希尔公司只有少量的股票交易，所以一共只有2.24亿美元资本利得，因此只交纳了0.76亿美元所得税。

巴菲特在伯克希尔公司2000年年报致股东的一封信中进一步解释

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说，伯克希尔公司在决定整体收购某家上市企业或者购买它的部分股权时，能否合理避税也是优先考虑的因素之一。

他说，如果他购买某家上市公司10%的股票，而该公司的年盈利为1000万美元，这就意味着伯克希尔公司当年可以从中分得10%的分红。可接下来的问题是，取得这100万美元分红后必须交纳两笔所得税。因为美国的大部分股利税率是14%，所以这第一笔是要交纳大约14万美元的股利税。第二笔是35万～40万美元的资本利得税。扣除这两笔税金以后，原来的100万美元就只剩下了46万～51万美元，差不多只有原来的一半了。

除此以外，他还有另一种选择。根据美国税法规定，如果伯克希尔公司持有某上市公司80%以上的股权，这时候后者的盈利分配就可以完全纳入伯克希尔公司财务中统一核算了，不再需要因为这笔分红而交纳任何税金。如果这些盈利年末不分红，完全保留在该公司账面上，那么如果今后有一天伯克希尔公司要把这家公司出售，无论售价多少，都不必为此支付任何资本所得税。

所以巴菲特说，伯克希尔公司拥有某家上市公司80%以上的股权，要比拥有少数股权有利得多。这也是巴菲特在考虑究竟是整体收购某家上市公司还是拥有该公司一部分股权时要考虑的财务理由。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，长期投资有助于推迟并减少纳税，这是他选择长期投资考虑的主要因素之一。不过需要指出的是，由于我国目前还没有把股票投资所得纳入个人所得税征税范围，这一点有很大不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 长期投资有助于战胜机构主力

我们希望能够吸引具有远见的投资人，在买进股份时，抱着打算与我们永远同在而不是订有卖出价格的时间表。我们实在不能理解为何有公司的CEO希望自己公司的股份交易量越多越好，这代表公司的股东组合会变来变去。在其他如学校、俱乐部、教堂等社会机构中，没有主持人希望自己的组织成员离开的（然而偏偏就有人靠着说服成员离开组织来维生。你有没有听过有人劝你“反正最近基督教也没有什么搞头，不如下礼拜大家改信佛教试一试?”）。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有10年的股票不要买。因为投资者要想战胜机构主力，唯一的办法就是比耐性，做长期投资。你拖得起，机构主力可拖不起。如果要比快进快出，你未必是它们的对手。

巴菲特在伯克希尔公司1988年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的投资理念决定了它希望它的投资者也能抱有长期投资的决心，而不是在买入股票时就已经做好了什么时候卖出股票的准备。他实在不理解为什么有些上市公司会希望股票交易量越大越好，这不是明摆着要让公司股东组合变来变去吗？他说，有谁听说因为最近一个时期基督教没什么“搞头”，原来信基督教的那些人下个礼拜就去信佛教的。

巴菲特的言外之意是说，投资者只有坚持长期投资才能和机构主力比耐性。要知道，在中国股市中，个人投资者是很惧怕机构主力的，有些个人投资者甚至唯机构主力的马首是瞻，千方百计打听的小道消息也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主要是机构主力什么时间进货、出货了，是哪家机构主力?

而巴菲特的观点是，个人投资者完全不必打听是不是真的有所谓机构主力，或者机构主力的股票操作策略。如果股市中根本不存在所谓机构主力，那么这种打听就完全是捕风捉影；如果真的存在这种所谓机构主力，那你只要掌握长期投资这一法宝，就能轻松战胜它们。

这颇有一点像龟兔赛跑的寓言故事。在股票投资中，消息灵通、动作迅速的机构主力当然是兔子，而那些面广量大的个人投资者则是一只只小乌龟了。乌龟如果要在短时间内和兔子比速度，结果不言自明；可是如果要和兔子比耐力，最终结果就不好说了。最起码，乌龟的寿命要大大长于兔子，当兔子一命呜呼之后，乌龟依然可以在那里慢慢地匍匐着前进，这就是它最大的寿命优势。

回到我们的话题上来。价值投资被许多人看做是投资领域中唯一可以称得上“有道理”的东西。因为它可以用逻辑和理性来表述，而不像其他一些“定理”那样，表面上说得天花乱坠，可实际上完全没有规律可循。毫无疑问，任何投资都讲求物有所值，到哪里都一样。如果你硬要预测明天的股市是涨是跌，说起来道理一大通，但“事后诸葛亮，事前猪一样”，完全不是这回事。

在个人投资者眼里，所谓的机构主力通常是指基金。基金的规模大，所以决定了它的股票操作手法和个人投资者有很大不同。虽然基金一度也高举价值投资大旗，可是基金公司管理层却是必须按照年度、季度来接受业绩考核的。这一点是基金公司或者说基金操盘手的命门。

例如，只要股市下跌了20%，那么无论原来奉行价值投资还是长期投资理念的基金公司，都会视手中的股票如敝帚，哪怕是手中的蓝筹股，这时候也会被当作垃圾一样赶快出货。道理很简单，如果在接下来的业绩考核中过不了关，这些基金公司经理都下岗了，哪里还有心思去考虑下一步的价值投资或长期投资呢?

研究表明，目前我国的基金公司经理平均任职期限不到2年，所以，所有机构主力最怕的就是无法在短期内看到获利。如果在业绩考核时他们手里创造出来的业绩低于市场平均水平，那就意味着他们随时随地有可能被淘汰出局。

从这一点上看，虽然机构主力也会唱一些价值投资、长期投资的高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

调，但绝不会没有任何利益驱动地去追求长期业绩，更不会去按照价值投资理念操作股票。他敢让手中的股票套牢 2 年吗？1 年都不行的。

可是，对于个人投资者来说，正可以利用这一点和机构主力较较劲。巴菲特就是这方面的好手。

巴菲特投资股票的原则是“三低一高”：低市盈率、低市净率、低财务杠杆、高股息分配，并且必须具有市场垄断地位，而且这种市场垄断优势在可以预见的将来还不能被改变。

按照这样的标准来选择股票，符合要求的已经不多了；更何况巴菲特耐得住寂寞，他手中握有大量现金，在股市低迷时不到真正物有所值决不轻易出手，这些都注定了他能买到内在价值大大高于股票价格的投资品种。

例如，2002 年 2 月 21 日纳斯达克指数跌到 1349 点时，巴菲特仍然表示，“尽管股市跌了 3 年，普通股票已经大大增加了投资吸引力，但我们仍然认为，即使值得我们产生中等兴趣的可投资股票也是寥寥无几。”接下来，巴菲特不是逐步买入股票，而是一再减持股票，2003 年年末时手里拥有的现金高达 360 亿美元。

巴菲特无论买进股票还是卖出股票，都有极大的耐心和机构主力比拼，虽然伯克希尔公司本身就是一家规模庞大的机构主力。拥有这样的耐心，只要假以时日，就能在价格最低的阶段买到自己心仪的股票，然后在价格最高的时候卖出手中的股票，这其中的差价就大了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，机构主力必须定期接受业绩考核，所以他们虽然也嚷嚷着价值投资和长期投资，但不会真正付诸行动。相反，个人投资者就不用人为设置这样的障碍，完全可以和机构主力比耐力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 后悔没有长期持有迪斯尼

在20世纪60年代，整个迪斯尼公司的卖价约为8000万美元。那个时候，他们投资了1700万美元。也就是说，公司当时的卖价为初始投资的5倍左右。我们购买了价值500万美元的股票，第二年以600万美元的价格卖了出去。如果我们一直持有这些股票，到20世纪90年代中期，那个时候的500万美元就已经超过10亿美元的价值。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者不准备持有10年的股票不要买。他以自己两次持有迪斯尼公司的股票为例，两次持有的时间都不长，但性质不一样，总的来说，他对这两起短期持股是抱有遗憾的。

巴菲特在伯克希尔公司1995年年报致股东的一封信中说，1965年迪斯尼公司的税前利润为2100万美元，但是它所拥有的现金就超过了负债。当时迪斯尼乐园投资1700万美元的加勒比海海盗船才刚刚开幕，公司的全部市值也不过只有这艘海盗船的5倍，真是太便宜了。

在这种情况下，巴菲特有限公司以平均每股31美元的成本（股票分拆后），投资500万美元买入该股票，拥有迪斯尼公司5%的股份。

遗憾的是，仅仅一年后的1967年，他就以600万美元的价格把这些股票卖了出去。容易看出，虽然当时这笔投资的获利率高达20%，可是从事后来看，这绝对是一个错误。

巴菲特不无后悔地说，如果这笔投资能够一直捂到20世纪90年代中期，那么这原来的500万美元就会变成10亿美元也不止喽。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迪斯尼公司拥有全球最著名的吉祥物米老鼠和唐老鸭。正因如此，它每年都会从它的主题公园、电影、音乐、书籍、商店、体育，以及其他商品如迪斯尼互动、迪斯尼巡游线、GO. com 网站等获得 100 多亿美元营业收入，每天参与这些项目的人数高达 8000 万人。

1995 年，迪斯尼公园把收购目光瞄准了资本城/美国广播公司。

当年 7 月中旬的某一天，巴菲特和资本城/美国广播公司总裁汤姆·墨菲准备去打高尔夫球，路上正好遇到迪斯尼公司总裁迈克尔·伊思纳。于是迈克尔·伊思纳就向巴菲特和汤姆·墨菲提起了收购资本城/美国广播公司的事，巴菲特回答说，可以考虑，但要和汤姆·墨菲商量一下再说。

需要补充说明的是，在此以前的 3 个月，迈克尔·伊思纳已经和汤姆·墨菲探讨过收购资本城/美国广播公司的事情了，只是对一些操作细节还没有作具体落实。这主要是，汤姆·墨菲希望能得到迪斯尼公司的股票，而迈克尔·伊思纳希望能全部用现金来支付收购款。

这时候的巴菲特回过头来对汤姆·墨菲说："我觉得迈克尔·伊思纳所说的用现金收购可以考虑。在任何时候，如果有人想用现金购买伯克希尔公司的东西都是可以的，你说呢?"

就这样，汤姆·墨菲原来一贯坚持的立场有些动摇了。虽然他提出还要再考虑考虑，但实际上，迪斯尼公司作为收购资本城/美国广播公司的主要潜在客户，还是令他非常满意的。

1995 年 7 月 31 日上午，上述两家公司公开宣布准备合并——迪斯尼公司愿意用每股 127 美元的价格购并资本城/美国广播公司，交易总额为 190 亿美元，其中包括一部分现金和一部分迪斯尼公司股票。

正是有这样一段插曲，巴菲特在伯克希尔公司 1995 年年报致股东的一封信中说，在迪斯尼公司并购资本城/美国广播公司时，他可以有几种不同的选择，既可以选择把原来的 1 股资本城/美国广播公司股票换成 1 股迪斯尼公司股票外加 65 美元现金，也可以要求全部换成现金或股票。

当然，所有这些都要通过双方洽谈来决定。事实上，除了换股以外，巴菲特又继续收购了一些迪斯尼公司的股票。这样，巴菲特最终持有迪斯尼公司股票的比重达到 3.5%，摇身一变成了它的大股东。

这桩购并案成为美国企业购并史上的第二大合并案，在全球娱乐和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

媒体公司中位居第二。遗憾的是，公司合并后日渐衰弱，慢慢地被时代华纳公司超了过去。也正是如此，直接影响到了巴菲特对迪斯尼公司的投资决策。

1998 年年末，伯克希尔公司还持有迪斯尼公司股票 5100 多万股，可是 1999 年年末在伯克希尔公司年报上就看不到这一持股品种了。这表明，伯克希尔公司持有的迪斯尼公司股票价值已经跌到 7.5 亿美元以下。到 2001 年年初，伯克希尔公司已经彻底卖光了它所持有的迪斯尼公司的所有股票。

2001 年“9·11”恐怖袭击爆发后，迪斯尼公司的股票价格跌到 10 多年来的最低点。迈克尔·伊思纳吃准巴菲特“爱拣便宜货”的特点，希望巴菲特能够再次投巨资收购迪斯尼公司。可是这一次由于巴菲特在忙于应付恐怖袭击给伯克希尔公司造成的巨额保险理赔，再也没时间顾及这件事了。

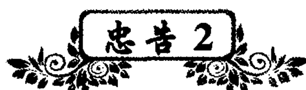
这从一个侧面可以看出，虽然巴菲特不可能预测到什么时候会爆发“9·11”恐怖袭击事件，但事实上，他在股市暴跌以前就清掉了手中持有的迪斯尼公司股票，也不啻是一条英明决策。

而相比之下，他前一次持有迪斯尼股票的时间太短，违背了他自己的长期投资理念，这对他来说也是一条沉痛教训。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，不准备捂在手里 10 年的股票不能买。回顾他 1966 年投资 500 万美元购买迪斯尼乐园股票第二年就抛出的事，他不无遗憾地说，要是把它捂在手里 30 年，这 500 万美元就变成 10 亿美元喽！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



买股票就是要投资该公司

★ 买什么样的股票非常重要

从我个人的经验与观察得到一个结论，那就是，一项优异的记录背后（从投资报酬率的角度来衡量），你划的是一条怎样的船，更胜于你怎样去划（虽然不管一家公司好或坏，努力与才能也很重要）。几年前我曾说，当一个以管理著名的专家遇到一家不具前景的公司时，通常是后者会占上风，如今我的看法一点也不变。当你遇到一艘总是会漏水的破船，与其不断白费力气去补破洞，还不如把精力放在如何换条好船上。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。买一只什么样的股票，比什么时候买股票要重要得多。

巴菲特在伯克希尔公司 1985 年年报致股东的一封信中说，就他的个人经验和观察来看，虽然一家上市公司的好坏与公司管理层的努力、才能有关，但如果要创造出优异的投资报酬率，与该公司的原本质地密切相关。如果要一位著名管理专家去管理一家不具备发展前景的公司，往往很难扭转乾坤。通俗地说，你划的是怎样的一条船，比你怎样去划船

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更重要。与其把许多精力放在漏水的破船上堵漏，不如把精力放在如何去换一条好船之上。

巴菲特举例说，1985 年 7 月伯克希尔公司准备停止纺织事业运营的经历，就是这方面的一个典型事例。

他说，当 21 年前巴菲特有限公司买下伯克希尔纺织公司的控股权时，当时该公司的账面价值大约为 2200 万美元。虽然当时的全部业务都是纺织业，可是由于公司的盈利能力不强，所以该公司的内在价值要远远低于账面数字。而在此以前的 9 年中，也就是伯克希尔公司和哈撒韦公司两家公司合并经营期间，一共创造了 5 亿多美元的营业收入，可是最终却发生了 1000 万美元的经营亏损。虽然也有获利的年份，但总的来看是进一步、退两步。

巴菲特当初在买下伯克希尔纺织公司时，美国北部的大部分纺织企业都已经倒闭了，只是因为南部的一些纺织企业没有工会组织工人罢工，相对来说竞争优势更强一些。但从宏观形势看，整个纺织行业不景气，所以有许多人建议巴菲特不能购买这样的公司；或者，买下这样的公司后要早做打算，预先想好下一步该怎么办。

巴菲特检讨说，当时他抱有一种侥幸心理，认为如果该公司能够找到一位非常能干的明星经理人，或许就能扭转乾坤也说不定，至少也会改善运营状况的。于是当时就挑选了肯·大通（Ken Chase）负责这项工作。巴菲特说，肯·大通确实是个人才，并且他和后来接任他的卡斯帕罗夫（Garry）两人配合得非常好，可是由于整个行业在走下坡路，伯克希尔纺织公司的经营状况依然没有好转。

1967 年，巴菲特利用伯克希尔纺织公司的一部分盈利，加上该公司削减库存、减少固定资产投资、催收应收款所收取的大量现金进入保险行业，购买了国家产险公司（National Indemnity），算是对整个公司经营战略的一次重大转移。

回过头来看，当时的这一决策非常正确。如果在纺织公司这棵树上吊死，伯克希尔公司也就不会有后来的辉煌业绩了。因为归根到底，“时势造英雄”，这就是巴菲特上面所说的与其把很多精力放在弥补破船的漏洞上，不如重新换一条好船。当时的伯克希尔纺织公司虽然在肯·大通领导下营运状况大有改善，但平心而论，整个公司从来就没有从纺织业务上赚到什么钱，至多只能说是苟延残喘而已。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着纺织行业越来越不景气，伯克希尔公司不得不开始多元化经营战略。而多元化经营战略的开展，又使得纺织业务在伯克希尔公司中所占的比重越来越小，只是因为以下几项原因，才不得不继续保留纺织业务，但要想从它身上赚钱显然已经不可能了：①伯克希尔纺织公司在当地是一个重要企业，并不是说关门就能关得掉的。②公司管理层面对困境采取了一系列措施，客观上延长了企业寿命。③公司员工体谅企业困难，积极配合公司管理层应对困难局面。④公司经营虽然困难，但这时候还能产生稳定的现金流收入。就好像一个人虽然已经奄奄一息，但总算还有一口气，不忍心见死不救一样。

巴菲特说，正是因为上述原因，伯克希尔纺织公司依然得以保留了下来。但巴菲特承认，当时的他有些优柔寡断，尤其是事后证明上述第④点是错误的。

他说，虽然一年之后的 1979 年伯克希尔纺织公司的获利状况还不错，但之后却耗用了大量资金，这种情况在 1985 年以前变得越来越严重，令他对该业务经营下去也不是、破产倒闭也不是，左右为难。在此期间，肯·大通和卡斯帕罗夫虽然绞尽脑汁，又是重新规划产品线、生产流程、销售渠道配置，又是大手笔地并购同行，希望能东山再起，但到最后全都是前功尽弃，没有一点收获。

巴菲特在伯克希尔公司 1985 年年报致股东的一封信中说，据美国《商业周刊》杂志报道，1980 年以来的 5 年中美国一共有 250 家纺织企业破产倒闭，其实他对这一行情是非常了解的，只是因为自己不能客观地看待事物，才导致在这方面栽了跟头，不断吸取教训，可是到最后教训越来越多。如果能早一点看到美国的纺织行业在全球缺乏竞争力，早点关掉该公司就好了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资股票一定要擦亮眼睛，与其总是在一艘破船上不断地补漏，不如把精力放在如何换条好船上。他告诫投资者不要总是企图发生什么“奇迹”，不要总是幻想着“乌鸡变凤凰”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 买股票就是购买企业的一部分

看过这张表的人或许会以为这些股票是根据线型图、营业员的建议或是公司近期的获利预估来进行买卖，其实查理·芒格跟我本人根本就不理会这些，而是从企业所有权人的角度看事情，这是非常大的区别。事实上，这正是我几十年来投资行为的精髓所在。打从我 19 岁时读到格雷厄姆《聪明的投资者》之后，我便茅塞顿开。在此之前，虽然我早已投入股市，但实际上对投资根本就没有一点概念。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。所以他认为，无论购买多少股票，都要把它看做是购买该上市公司的一部分。换句话说，投资者以投资还是投机心态来买股票，两者的操作是完全不同的。

巴菲特在伯克希尔公司 2004 年年报致股东的一封信中说，他当年对伯克希尔公司所有市场价值超过 6 亿美元的股票列出了一张表。看过这张表的人或许会认为，这些股票是根据技术分析、别人的建议或者投资获利来操作的。其实，他和查理·芒格根本就不理会这些东西。他们投资股票，完全是从企业所有者角度去看问题的，这和单纯的炒作股票有非常大的区别。

巴菲特说，自从他 19 岁时读了老师格雷厄姆所写的《聪明的投资者》一书后，几十年来一直是这样做的。而在此以前，他对投资实际上没有一点概念。

他举例说，截至 2004 年，伯克希尔公司最主要的 4 个投资项目即美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国运通公司、可口可乐公司、吉列公司、富国银行，一共在它们身上投资38.3亿美元成本，买入时间从1988年到2003年不等。截至2004年年末，伯克希尔公司持有这些股票的平均时间长达12.5年。2004年，伯克希尔公司按照持股比例一共从这4家公司身上得到12.2亿美元的红利分配。

从巴菲特的眼光看，吉列公司和富国银行虽然因为认股权成本隐含不计的原因，内在价值有些高估了，但与此同时，可口可乐公司也提列了一笔非经常性损失，所以两者算是“扯平”了。从这一点上看，伯克希尔公司当初累计投资38.3亿美元，2004年能获得12.2亿美元收益，这个数据已经相当令人满意了。

更不用说，伯克希尔公司从这4家公司身上所得到的盈余分配，几乎每年都在稳定增加的，这更令人喜出望外了。

截至2004年年末，伯克希尔公司累计从这4家公司实现的盈余分配已经占当初投资总成本的31%；所分配的现金股利也在同步增长，2004年达到4.34亿美元。这说明什么呢？在巴菲特看来，这就是以投资态度持有上述股票所得到的应有回报。如果以投机者身份来对待，持股时间就不会有这么长，更谈不上继续持股不动了。

即使换个角度，也就是投资者最关心的股票价格变动看，也是如此。自从伯克希尔公司买入上述股票后，由于本益比不断增加，上述4家公司股票价格的上涨幅度虽然在个别年份与企业本身经营状况不相吻合，可是总体来看，股价上涨幅度还是高于业绩增长幅度的。

也就是说，如果投资者不像巴菲特这样过于关注上述股票的内在价值，而只是关注它们的股价变动情况，这种长期持股同样会取得丰厚的获利回报。相反，如果投资者从投机心态看问题，不能坚持长期投资的话，与这样的丰厚回报也就失之交臂了。

巴菲特一再强调，伯克希尔公司账面上的投资获利，如果一定要根据会计期间进行划分，这种做法实际上并没有任何意义。伯克希尔公司绝对不会为了要让账面上好看一些就去卖掉那些股票，从而违背长期投资、价值投资理念的。

关于这一点，巴菲特几乎每年都要表明他的这一观点。例如他在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，无论整体收购一家公司还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是购买该公司的一部分股权，伯克希尔公司都会从所有者身份来考虑问题的。那么，具体到某一家企业而言，巴菲特又是如何来考虑这个问题的呢？他说，在大多数时候，购买某个企业的部分股权是一种“比较便宜的选择”，所以你会在伯克希尔公司的资产组合中看到股票投资占大多数；可是如果整体收购和部分拥有股权两者评估出来的内在价值差不多，伯克希尔公司会“强烈偏爱拥有一整家企业”。

一般认为，巴菲特之所以会有这种想法主要有三点原因：一是因为既然该企业物有所值，那么当然是这样的投资越大越好；二是从会计纳税角度看，整体收购企业有利于节税、避税、推迟纳税；三是整体收购某企业，伯克希尔公司可以通过控股该公司行使所有者权力，保证该企业按照伯克希尔公司的经营理念继续前行。

当然，上面所说的前提都是两者内在价值差不多。巴菲特说，如果购买部分股权比整体收购更便宜，它们就会倾向于前者；如果某种特定债券足够吸引人，伯克希尔公司也会优先考虑投资这些债券。这方面比较典型的是，2002 年巴菲特根本不考虑市场经济状况如何，就大笔买进符合上述条件的债券，并且希望这样的投资规模越大越好。

不过话说回来，无论整体收购企业还是拥有部分股权、购买债券，伯克希尔公司的这些举措都是从长期投资角度来对待的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者如果能从企业所有者角度来对待股票投资，也就是说，如果你能把买入该股票的考察工作像整体收购该公司一样重视，投资的获利回报就能得到保证，投资失误就能大大减少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 精心选股是长期投资的前提

当我们考量投资的时候，这就是我们的原则。事实上，我们一直在寻找那些打算永久持有的投资，尽管那样的企业并不多。在一开始，我的主意比资金多得多，所以我不断地卖出那些我认为吸引力差些的股票，以便来购买那些新近发现的好投资。但这已经不是我们现在的问题了。我们现在不缺钱，而是缺好投资。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。所以，要坚持长期投资而不是快进快出，精心选股是前提条件。只有你选对了股票才能长期持股不动，否则这种长期持股说穿了就是长期套牢罢了。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，他在考察投资项目的时候，目光主要是盯着那些准备永久持有的股票。而他知道，值得这样投资的股票并不多。在过去，他也不断地通过买入卖出股票来遴选好股票，但现在不这样做了。现在他手里缺的不是钱，而是好的投资项目。

巴菲特在同一次演讲会上说，当初他投资可口可乐公司的时候就不希望 10 年、15 年之后可口可乐公司就弹尽粮绝。虽然未来难以预料，可口可乐公司不排除有这个可能，但在他看来，这种可能性几乎是零。巴菲特当初投资可口可乐公司，就是准备永久持有该股票的。

同样的道理，巴菲特也希望购买伯克希尔公司股票的投资者一辈子持有该股票。虽然并不是所有投资者都能做到这一点，他也不能说这就是购买股票的唯一方式，但他还是希望持有伯克希尔公司股票的都是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些老面孔。

巴菲特透露说，实际上，他对伯克希尔公司股东的变化情况是有过跟踪调查的，以帮助他反思自己做得怎么样。他的意思是说，如果投资者抛出的伯克希尔公司股票较多，他会把它看作自己工作没做好、给股东的投资回报率不够高的缘故。

巴菲特幽默地说，这就好像他在教堂里做祷告时看到周围的人每个星期都换了一半，不会高兴地说“这真是太好了，这里的成员流动性多强呀！”一样，他宁可希望看到每个星期坐在教堂里的都是同一批人。

那么，怎样才能做到这一点呢？问题的关键是投资者要把购买该股票当作是全部收购该企业一样来看待。工夫要花在对该公司的考察、内在价值的评估上，而不是频繁进出。

关于这一点，从生活中的一则小故事中很容易得到证实。说是以前有一位画家，非常勤奋。他每天都要画画，从不间断，可是他的画却卖得不好，价格更是抬不上去。后来他发现另一位老画家相反，他的画单价很高，于是就前往拜访、取经。后者说，你不能一年 365 天每天都画画，而要去试试一年就画一幅画。前者如实照做了，结果画还没有画完，买他画的名单就排在那里了，而且一个比一个出价高。

其实，投资股票的道理也是一样的。如果你每天都要买卖股票搞短线操作，今天买了某股票，不管明天是上涨了百分之几还是下跌了百分之几，一概抛掉落袋为安或者割肉走人，看起来很忙，也很聪明，可是到最后却赚不到什么钱。相反，如果你绝大多数时间都在研究该股票、读财务年报、搞调查，然后看准了才买，经过这般严格考核的投资品种，当然就更值得你长期投资了。

巴菲特就是这样来进行股票投资的。他说，在过去的 1957 年至 2006 年这 50 年间，是 12 项投资决策决定了他今天的地位。简单算一算就知道，50 年，12 只股票，平均 4 年才选 1 只股票，这需要多大的魄力呀！在中国股市中，难道连这样的机会也没有吗？中国股市的发展历史还不到 20 年时间，从中挑选出 5 只好股票还选不出来吗？

相比而言，如果你整天盯着电脑屏幕买卖股票，今天股价上涨了一两元，明天又下跌了一两元，股价整天上上下下，你的心也跟着上蹿下跳，却始终不知道这家公司在哪里，也搞不清它是干什么的、从事什么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样的经营业务，更不知道这家公司好在哪里、不好在哪里，这样的股票无论是长期投资还是短期炒作都不够资格。否则，买卖这种股票就无异于赌博。

举一个中国人最容易接受的例子来说就是，你用十几万元、几十万元去买某只股票，决不能潇潇洒洒地就那么随便一买，而是要有一整套投资理念。如果该股票不符合你的投资理念，哪怕不符合其中的任何一条，这只股票就不能买。你如果用这些钱去买一套住房，一定会看了又看、比较了又比较，甚至还要组成一个庞大的考察队伍去评头品足；可是具体到购买股票上来，为什么却那么草率、马虎呢？要知道，有时候购买某只股票的投资甚至要超过一套住房啊！

巴菲特一再告诫投资者，股票投资只需要关注 3 个问题：买什么股票，以什么价格买股票，怎样买股票。而在这其中，最能体现巴菲特投资理念核心的是怎么买股票。

巴菲特长期持有政府雇员保险公司、华盛顿邮报公司、可口可乐公司、资本城/美国广播公司、吉列公司、富国银行的股票，毫无疑问，在他买入这些股票时，其他投资者也在买入该股票。所不同的是，巴菲特不仅买入了这些股票，更坚持长期持有，才取得如此丰厚的业绩回报。而这些股票，都是巴菲特上面所说的 12 只股票之一。

要做到这一点，毫无疑问就要精心选股。只有选对了股票，并且最好是百里挑一、千里挑一，这样的股票才值得长期持有。

【 巴菲特智慧结晶 】

俗话说："赚钱不吃力，吃力不赚钱。"巴菲特认为，投资者要把买股票看做是购买该上市公司的一部分来看待。虽然符合这一条件的股票并不多，但这却是投资者必须做的功课：百里挑一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 一旦看准对象就要集中火力

那天我在 SunTrust 的时候，有人问了一个问题。如果要做到真正懂投资的话，那么你懂的投资可能不会超过 6 个。如果你真的懂 6 个投资的话，那就是你所需要的所有多元化，我保证你会因此而赚很多钱。把钱放在第 7 个投资上，而不是选择投更多的钱于最好的投资，绝对是个错误。很少有人会因他们的第 7 个投资而赚钱，很多人却因为他们最棒的投资而发财。我认为，对任何一个拥有常规资金量的人而言，如果他们真的懂得所投资的公司，6 个已经绰绰有余了。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。有了这样的投资理念和思想准备，一旦看中合适的投资对象就要集中投资，决不要浪费炮火搞无效劳动，甚至赔了夫人又折兵。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，有人喜欢搞多元化投资，可是在他看来，任何一个拥有常规资金量的投资者，投资 6 只股票就绰绰有余了，6 只股票就是他们所说的多元化投资的极限。换句话说，巴菲特认为一个人最多只能了解 6 只股票。如果你把资金不是集中投资在这 6 只股票内，而是想投资在其他第 7 只股票上，那绝对是个错误。

巴菲特为什么认为 6 只股票就是多元化投资的最大值呢？这既是他的个人经验，也是他多年观察所得出的结论。他说，很少有人会因为他们把更多资金投资在“第 7 只”股票上而赚到钱。

巴菲特说，如果你不是一个职业投资者，并且你的投资业绩目标也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不是要远远超出绝大多数人，那么你就去最大可能地多元化投资吧！你去把98%、99%甚至更大比重的资金通通去实行多元化投资，并且不断地买进、卖出吧。在巴菲特看来，这种行为无疑是拿自己的资金开玩笑。如果投资者真的想这样做，那还不如去投资指数类共同基金。

所谓指数类共同基金，是指用电脑模型来模拟股票指数如道·琼斯工业指数、纳斯达克指数。投资指数类共同基金，说穿了就是投资股票指数，或者把指数基金当作某种普通股票一样来投资。

这样做的最大好处是，投资过程变得非常简单化，而且管理成本很低。当然，能否获利最终就要看股指涨跌了。所以巴菲特建议投资者，如果你要购买“一部分美国”的话，你就去购买指数类共同基金。确切地说，这里的“一部分美国”，是指整个美国上市公司的一部分。

巴菲特以他自己的投资经历分析说，在他所看好的各种投资项目中，大概只有一半项目最终会投入资金。不但他自己不会去实行所谓的投资多元化，就连他知道的那些做得很不错的投资专家也都不主张投资多元化，唯一的例外是沃特·斯科劳斯（Walter Schloss）。

沃特·斯科劳斯是谁呢？原来，他没有上过大学，可是在纽约金融学院旁听过本杰明·格雷厄姆的课程。他在投资时从来不看股市走势，每天总是研究股市手册中的相关数据，然后向上市公司索取财务年报反复阅读。他的特长就是投资多元化，投资项目包括方方面面。奇怪的是他所掌控的基金50年来的投资收益率一直超过股市大盘。

在巴菲特眼里，沃特·斯科劳斯的本事其他人学不来，连他自己也做不到，所以投资股票不能分散太多，而只能集中于不超过6只股票上，这个数量是比较合适的。否则，就会因为精力不够导致对每一只股票都了解不够，或者缺乏真正的了解。

巴菲特所倡导的集中投资法，在股市投资中历来是和多元投资法背道而驰的。这两种方法孰优孰劣至今没有定论，就看你怎么操作了。

多元投资法也叫分散投资法，其代表性观点认为应当“把鸡蛋放在不同的篮子里”。这样，即使其中有一个篮子里的鸡蛋被打碎了，也不至于给自己造成太大的损失。

而集中投资法认为，应当“把鸡蛋放在同一篮子里”，这样才能集中精力好好盯着这个篮子，不让其中的鸡蛋被打碎了。如果把鸡蛋放在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同的篮子里，你就势必会对其中的一部分篮子照顾不周从而引发意外。与其这样，那还不如把它们放在一起，全力以赴照看好这一只篮子。

两种方法之所以长期以来争来争去没有定论，关键是“空对空”。你只要看看实际生活中是怎么操作的，就一清二楚了。可以说，如果你有 20 枚鸡蛋，你绝对不可能把它们分放在两个篮子里，左边一只、右边一只这样分开拎着走的。由此可见，集中投资法是符合生活逻辑的。

在两种不同投资策略的背后，实际上代表着两种截然不同的操作方式。

读者经常可以在好莱坞电影中看到这样的镜头：几百位股市经纪人聚集在一个交易大厅里，随时处在高度紧张状态。他们管理着上百只股票组成的投资组合，面对电脑屏幕上每只股票的波动，对着电话大喊大叫，并且疯狂地记录着。稍有风吹草动，就猛敲键盘买入卖出。他们看上去很辛苦，可是一年忙到头的投资业绩远远没有他们的偶像巴菲特来得高。

而巴菲特呢，他每天总是悠然自得地坐在办公室里，品尝着他喜欢的可口可乐。除了读读财务年报，他有大把时间可供自己支配。高兴的时候，就躺在地板上和哲学家朋友电话聊天，或者出去打打高尔夫球。

这两种截然不同的方式背后，反映了多元投资和集中投资的巨大区别。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，“投资多元化从任何角度来说都是犯了大错”。投资者应当把主要时间和精力放在评估企业内在价值上，一旦看准投资对象就集中资金投入。用中国人的话来说就是，投资要“少而精”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 优秀的股票都是相似的

我们的投资组合继续保持集中、简单的风格，真正重要的投资概念通常可以用简单的一句话来加以说明。我们偏爱具有持续竞争力并且由才能兼具、以股东利益为导向的经理人所经营的优良企业，只要它们确实拥有这些特质，而且我们能够以合理的价格买进，则要出错的几率可以说是微乎其微（这正是我们一直不断要克服的挑战）。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。毫无疑问，值得投资的公司必定是优秀企业。虽然每个人对优秀企业标准的评价不一，但在巴菲特眼里很简单，往往用一句话就能加以简单的概括。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司偏爱投资那些具有持续竞争力，并且拥有一群既能干又能以股东利益为导向的经理人。如果该公司确实具备这些特征，并且买入该公司的价格又非常合理，那么投资这样的股票要想出错的概率微乎其微。

读者容易看出，实际上这就是巴菲特一贯坚持的选股原则。严格按照这样的标准来挑选股票，一方面，投资失利的可能性很小；另一方面，符合这一标准的企业也不是很多，这样，就大大缩小了投资范围，投资由此变得简单起来。

套用一句名言的格式可以说，优秀的股票都是相似的，而不优秀的股票则各有各的不同。

巴菲特最崇拜的投资专家费雪（Phil Fisher）早就指出了这一点。费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雪认为，优秀的股票都有自己的共同特点，容易被投资者所识别。例如，这些公司在吸引股东的方式上就与众不同。餐厅招揽客户可以标榜其特色，如便利的快餐店、幽雅的西餐厅、特别的东方食物等以此来吸引同一性质的客户群，如果你的服务好、菜色佳、价钱公道，客户就会认可你这种特色，不断地登门用餐。可是要知道，餐厅却不能经常变换自己所强调的特色，一会儿是法国美食，一会儿又是外带比萨饼，最终反而会导致顾客的愤怒与失望，从而在竞争中败下阵来。

同样的道理，一家上市公司也不可能同时迎合所有投资者的口味。因为有的投资者要求获得高股利报酬，有的则要求具有长期成长性，有的甚至要求股价振幅越大越好，以便可以从中短期炒作、浑水摸鱼。

而在巴菲特看来，不论是他投资股票还是投资者购买伯克希尔公司股票，他都希望能一如既往地贯彻同一种投资理念，那就是长期投资、集中投资，只有这样的股票才值得长期持有。

具体到中国股市而言，一般认为，优秀的上市公司应该具有核心竞争力，并且具有长久生命力，每年的利润增长率不低于 15%，净资产收益率不低于 10%，并且要连续多年是这样。按照这样的标准选择，优秀股票大概不会超过 5%。所以，投资者要仔细研究上市公司，一旦看准就大量购买该股票，集中投资，而不是频繁换股。否则，一不小心就可能跑出这 5% 的范围。

巴菲特认为，优秀的股票都是相似的，一旦符合你的条件就需要你把它紧紧抓在手里不轻言放弃。巴菲特的持股信心来自牛顿第四定律：运动增加，回报减少。

在他眼里，负债率高的股票、风险高的金融商品、没有稳定收益的上市公司、受经济景气指数影响大的公司，都算不上是好股票。而经过这种严格筛选之后，剩下的就不多了。包括一些中短线强势股，在巴菲特眼里也算不上是好股票，因为它不符合巴菲特的长期投资理念。

也就是说，这种短线看来很强势的股票，如果用长期投资观念加以衡量，就不一定是好股票了，像通用汽车公司、IBM 公司等等就属于这种类型。

巴菲特说，牛顿在很久以前发现了三大运动定律，这的确是天才的发现。可是牛顿在南海泡沫事件中损失惨重，他感叹说：“我能够计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

星球的运动，却无法计算人类的疯狂"，他没有在这方面花工夫研究，否则很可能会发现牛顿第四大运动定律——对于投资者整体来说，运动的增加将会导致收益的减少。

以中国股市中的投资实例看，这几年白酒行业一连经过了5年大熊市，随着很多人生活观念的转变，啤酒、葡萄酒产量越来越大，白酒销量越来越少，整个白酒行业慢慢萧条下来，全国的白酒年产量从800万吨跌到320万吨。可是2003年10月却出现了一个有意思的现象，那就是白酒销量止跌回升，这时候茅台酒开始提高价格了。

投资者如果这时候买入贵州茅台股票，并坚持长线持有，就会获利颇丰。当时的贵州茅台每股价格是20元，5年后的现在每股价格是120多元，回报率之高可见一斑。

这就是说，投资者买入的股票首先要优秀，然后要以合理价格买入，具备了这两个条件，也就具备了长期投资的基础。两者结合，就一定会取得丰厚的获利回报。在这其中，股票本身是否优秀至关重要。

从国外的历史看，10多年前买的沃尔玛股票，如果你能坚持长期持有，现在已经上涨了二三十倍；100多年前买的可口可乐股票，一路持有到现在股价上涨了2000万倍。2000万倍是一个什么概念呢？那就是说，当初投入5元钱购买该股票，现在就变成了亿万富翁（1亿元）。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，值得长期投资的优秀股票都是相似的，它们身上都具有一些共同特征，简单地归纳起来有两点：具有长期持续竞争力；管理层优秀。这时候再加上以合适的价格买入，这样的投资包赚不赔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不必对某一类股票抱有偏见

在伯克希尔，对于将来会进入那个产业，我们并没有特定的看法。事实上，我们经常在想，对于一家大型企业的股东来说，追求具有远景的新创事业有时反而有害，所以我们比较偏爱专注于那些我们想要拥有的经济形态以及我们喜爱一起共事的经理人，剩下的就只看我们有没有足够的运气找到同时拥有这两项特点的组合了，在德克斯特我们确实找到了。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。所以，既不要过于迷信某一类或某家上市公司，也不要对某一类或某只股票有偏见。只要符合自己投资理念的股票，并且价格又合适，就可以大胆投入。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司将来究竟会投资哪个产业，预先并没有肯定的看法。最关键的是要看是否有足够的运气同时找到自己喜欢拥有的经济形态，以及喜爱一起共事的经营管理层。如果这两个条件具备，就可能会投入该公司。

巴菲特介绍说，伯克希尔公司 1993 年投资了德克斯特（Dexter）鞋业公司，这一举措是继 1991 年投资 HH 布朗鞋业公司之后，再一次投资鞋业公司。要知道，在此以前他们并没有投资鞋业公司的计划，甚至可以说对此完全不了解。因为在巴菲特看来，美国的制鞋业很难与国外进口的低价产品相竞争。巴菲特说，直到 HH 布朗鞋业公司的出现，才使巴菲特改变了这种偏见。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HH 布朗鞋业公司是一家管理非常优秀的鞋子靴子制造企业。由于以前对这家公司了解不够，以及巴菲特对制鞋业股票的偏见，所以巴菲特在收购该公司时设立了一个相当高的标准。可即使这样，该公司在弗兰克为首的经营管理层领导下，仍然取得了不同凡响的优良业绩，令巴菲特喜出望外。

正是受到这样的鼓舞，伯克希尔公司又在 1992 年年末继续收购了洛威尔（Lowell）鞋业公司。虽然这家专门生产女鞋和护士鞋的老牌企业在管理上还需要改进，但它的经营业绩依然超出了巴菲特预料。所以接下来，巴菲特又在 1993 年一鼓作气投资了德克斯特鞋业公司。这家公司专业生产高级男女鞋，各方面都很优秀，是巴菲特和查理·芒格职业生涯中见过的最优秀的上市公司之一。

巴菲特兴奋地说，这家公司的创始人哈罗德（Harold Alfond）20 岁时到制鞋厂打工，当时他的薪水是每小时 0.25 美元。后来他在 1956 年投资 1 万美元，创建了这家德克斯特鞋业公司。1958 年他的侄子也加入进来，从此两人创建了这家年产量高达 750 万双鞋子的大企业。

那么，巴菲特从原来对制鞋业抱有偏见到后来一连收购好几家这样的公司，这个转变是怎么产生的呢？巴菲特总结说，关键是这两家公司有一个非常优秀的经营团队。他特别提醒说，布朗鞋业公司和德克斯特鞋业公司的优秀管理层，让这两家位于美国的制鞋企业拥有了高度竞争力，从而能够抵御来自国外的低价竞争。

例如，德克斯特鞋业公司拥有 77 家门市部，主要集中在美国的西北地区。除此以外，该公司还是高尔夫球鞋的主要制造商，在美国拥有全国 15% 左右的市场占有率。不过总体来看，它的主要业务还是传统销售渠道中的传统鞋类，这是它最擅长的领域，即巴菲特经常说的核心竞争力。

巴菲特 1993 年时估计，伯克希尔公司 1994 年在鞋类制造业方面的股票投资销售额将能达到 5.5 亿美元，税前利润很可能会超过 8500 万美元。要知道，如果放在 5 年前，他是根本不会想到投资鞋业的，而现在仅仅 5 年过去后，伯克希尔公司在鞋类制造业上所雇用的员工人数就超过 7200 人，这真是一件有趣的事。

更让巴菲特满意的是，虽然德克斯特鞋业公司非常优秀，哈罗德和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的侄子也不缺钱用，但他们还是采取了一项正确决定，那就是把德克斯特鞋业公司的股份转换成伯克希尔公司股份。这样做，实际上就把一家规模较小的优秀企业的全部权益，转换成了一家规模较大的优秀公司的一部分权益，这是双方都乐意看到的。

更值得一提的是，这种转换并不会产生税务负担，却可以得到按照个人意愿随时进行赠与或变现的好处。如果德克斯特鞋业公司的所有者愿意，就可以通过出售股票把它变现，做自己想做的事，而不需要像以前那样，把所有的钱都绑在一家私人企业里无法变成现金。

巴菲特特别看重这一点。他解释说，从税务角度以及其他理由看，私人企业是很难通过延伸主业以外的投资来达到分散投资风险目的的。可是私人企业的股份一旦变成伯克希尔公司股份的一部分，由于伯克希尔公司的多元化经营，德克斯特鞋业公司股东可以轻而易举地解决转投资问题。

哈罗德和他的侄子拥有的伯克希尔公司股份没有控制权，不像原来他们拥有的德克斯特鞋业公司股份是有控股权的，但他们自己非常清楚，他们的身份已经是伯克希尔公司的真正合伙人了，他们将会按照自己在伯克希尔公司中所持有的股份，享有与巴菲特完全同等的股权待遇。

除此以外，他们依然可以在德克斯特鞋业公司担任原来的管理工作，不会有任何改变。伯克希尔公司一贯言出必行，在未来的几十年里的控股权和公司文化不会有任何改变，这也是可以令他们高枕无忧的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者应该有投资理念但不该有偏见。他以自己的亲身经历为例，说明当初认为不能投资鞋业股票，最终却接二连三地投资此类股票，就是因为其中某个关键因素在起作用，改变了他的看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 业务最好能长期保持稳定

研究我们过去对子公司和普通股的投资时，你会看到我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。我们这样选择的原因很简单：在进行子公司和普通股两者中的任何一种投资时，我们寻找那些我们相信从现在开始的 10 年或者 20 年的时间里实际上肯定拥有巨大竞争力的企业。至于那些环境迅速转变的产业，尽管可能会提供巨大的成功机会，但是它排除了我们寻找的确定性。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。既然要投资这家上市公司，并且已经做好了长期投资的打算，那么在确定投资对象时就一定要选择未来 10 年、20 年内业务长期保持稳定的公司，并且绝对具有巨大的竞争力。

他认为，虽然有人说企业发展要与时俱进，要根据宏观环境的改变迅速转变产业，可是他认为，这种做法排除了他寻找长期投资对象的确定性。事实上，他经过长期观察和研究发现，如果上市公司经常发生重大变化，那么就很可能会因此造成重大损失，而这和他的长期投资理念是不符合的。

正因如此，所以他经常说："我们偏爱那些不太可能发生重大变化的公司和产业。"

巴菲特深深知道，长期投资必须非常重视企业良好的发展前景，因为你购买该公司的股票就是因为看中了它的未来发展；如果该公司"没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有未来”，为什么还要投资该公司的股票呢？这时候如果还要做长期投资，那是非常危险的。

不过显而易见的是，企业的长期发展取决于多种因素，很难正确判断。在这种情况下，努力减少干扰因素，至少从企业发展的主观上避免出现某些重大变化，会有助于投资者作出正确决策。

巴菲特说，要做到这一点，就非常有必要对该公司过去的长期发展进行考察。只有这样，才能确信该公司未来同样能长期保持稳定发展、未来的经营业绩也能保持相对稳定增长，继续为投资者创造价值。

所以，巴菲特从根本上是不主张公司开拓新业务、形成新的经济增长点的，他更希望公司能够在原来基础上做大做强，尤其是不能丢了原有业务的长期竞争优势。

很有意思的是，符合他这种预期的上市公司，它们的经营业务都相对简单而且稳定，这正是他喜欢的投资类型。

所以他说：“我们努力固守于我们相信可以了解的公司，这意味着那些公司具有相对简单且稳定的特征。”

针对许多投资者喜欢投资那些濒临破产倒闭的公司，巴菲特认为这样的资产重组概念股确实有可能会咸鱼翻身，或者乌鸡变凤凰，可是根据他对几百只这类股票的研究，他认为这样的可能性很小很小，不值得投资者为之一搏。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中就专门提到这个问题。他说，这些年来他大约接触了几十个产业中的几百家所谓具备咸鱼翻身可能性的上市公司。可是，无论他是作为当事人还是旁观者，长期的跟踪发现，除了极少数公司确实能够咸鱼翻身，绝大多数“咸鱼”依然只是一条“咸鱼”。

更遗憾的是，他发现，许多很有才干的管理人员在进入这样的企业后，不但没能把这样的咸鱼企业从水深火热中拯救过来，而且相反还连带毁坏了个人的好名声。

巴菲特认为，从这个角度看，投资者寄希望于乌鸡变凤凰是不现实的；既然要投资股票，就要把眼睛盯在“凤凰”而不是“乌鸡”上。所以他从 1982 年起，每年都要在伯克希尔公司年报致股东的一封信中提到他对由亏转盈的“反转”公司不感兴趣，原因就在这里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特始终认为，要想投资一家问题企业后一个一个地去解决这些问题，远远不如之前就远离这些问题企业来得轻松、简单。

他在伯克希尔公司1989年年报致股东的一封信中说，虽然他和查理·芒格已经拥有25年购买并监控不同上市公司的投资经验，可是他们依然没有学会如何解决公司经营中遇到的困难问题。既然这样，那么只好在投资股票时就一门心思地寻找那些过去业务长期保持稳定、将来仍然会长期保持稳定的投资对象了。

他说："我们唯一学会的是避开这些问题企业。在投资方面我们之所以做得非常成功，是因为我们全神贯注于寻找我们可以轻松跨越的1英尺栏杆，而避开那些我们没有能力跨越的7英尺栏杆。也许可能看起来不太公平，但在公司和投资中，专注于解决简单容易的问题往往要比解决那些困难的问题的回报高得多。"

请特别注意巴菲特这里所说的一条经验，那就是如果跨越1英尺（约等于0.3米）的栏杆还非常"轻松"的话；那么，跨越7英尺（约等于2.1米）的栏杆就可能会非常"吃力"了。除非是优秀运动员，否则这在许多人来看简直不可能。既然如此，投资者又为什么不避重就轻呢？

【巴菲特智慧精华】

巴菲特认为，买股票就是投资这家公司，所以千万不要去冒险、玩概念。与其把希望寄托于"乌鸡变凤凰"，还不如直接投资在"凤凰"身上。即使"乌鸡"真的能变"凤凰"，这种比率也是很低的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 业绩宁可慢些也要走得稳些

糖果店是个很好玩的地方，但对大部分老板来说就不那么有趣了。就我们所知，这几年来除了喜诗糖果公司赚大钱之外，其他糖果店的经营皆相当惨淡。所以很明显，喜诗糖果公司搭的并不是顺风车，它的表现是扎扎实实的。这项成就当然需要优秀的产品，这个倒不是问题，因为我们确实拥有，但除此之外还需要对客户热心的服务，Chuck 可以说是百分之百地为客户设想，而他的态度更直接感染到公司上下所有员工。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。所以用长远眼光来看投资，企业的内在价值和业绩宁可增长得慢些也要增长得稳些。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，他对伯克希尔公司投资的喜诗糖果公司的业绩增长就感到非常满意。据他所知，这几年来除了喜诗糖果公司还能赚到钱，其他同行的经营都相当惨淡。所以从这一点上看，喜诗糖果公司的经营业绩是扎扎实实的。

巴菲特分析说，究其原因在于，喜诗糖果公司除了有一个好产品之外，它对客户的服务可圈可点。尤其是明星经理人查克·希金斯（Chuck Huggins）百分之百为客户着想的精神，直接感染了上上下下所有员工，为公司保持良好的经营业绩立下了汗马功劳。

巴菲特说，自从伯克希尔公司 16 年前收购喜诗糖果公司并由查克·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希金斯领导以来，该公司的业绩增长一直非常稳定，1987 年更是创下了 2500 万英镑的糖果销售量。与此同时，也已经是连续第二年单店平均营业额维持不变了。

也许有许多读者会感到，这没有什么了不起呀，只不过把销售额维持在过去的水平上罢了。可是，如果你知道其他同行都在连续下跌，喜诗糖果公司在过去 6 年中年销售额也是连续下跌的，你就会知道取得这一成绩有多么不容易了。

巴菲特说，糖果店是个很好玩的地方，可是对于大多数糖果公司老板来说，因为这几年的销售形势不好，所以这个行业并不是那么好玩的。糖果公司的经营风险在于，它全年的销售业绩全都压在圣诞节前后一段时间，如果这个阶段的销售打不开局面，风险之大就可想而知了。

仍然以喜诗糖果公司为例，1987 年全年中 85% 的利润是 12 月份创造的。所以，每当圣诞节前后怎样开拓市场、赢得顾客就成了重中之重，也是最考验公司管理层的时候。

喜诗糖果公司在同行中脱颖而出，是怎么做到的呢？该公司每年的花色品种大约保持在 100 种。为了更好地适合市场需求，它们通常会定期增添新的口味、淘汰过时的口味，例如 1987 年就淘汰了 14 种口味。结果呢，其中有两种口味淘汰后顾客念念不忘，纷纷表达不满情绪，公司一下子收到了好几百封抱怨信。可喜的是，查克·希金斯不是一个固执的人。面对顾客抱怨，他们把危机化为转机，不但对所有客户来信一一加以诚实的答复，而且还附赠一个特别的小礼物，然后重新恢复原来被淘汰却得到顾客想念的老口味，最终以喜剧性局面收场。

在这种背景下，喜诗糖果公司的产品价格略有上涨，依然受到顾客欢迎。由于价格上涨幅度抵消了销售下滑趋势，使得整个经营业绩依然保持了增长态势。

除了常规经营外，喜诗糖果公司还别出心裁地与内布拉斯加家具中心进行合作，创造性地推出了新的经营模式，以进一步扩大市场、提高综合效益。

巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中说，1990 年喜诗糖果公司第一次把糖果车摆进内布拉斯加家具中心。结果令人称奇的是，从这里销售出去的糖果居然比喜诗糖果公司在加利福尼亚州的旗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

舰店还要多。

这样的成功案例打破了所有零售业定律，使得1990年喜诗糖果公司的销售量又有新的上升，再加上销售价格有所上涨，从而使得整个营业收入增长了5%。与此同时，营业费用控制得当，直接导致了公司业绩的进一步好转。

就这样，喜诗糖果公司在顾客中树立的口碑根深蒂固。以至于有一家分店准备关门，居然有263名顾客联合抗议，最终把它保了下来。

那是1990年，喜诗糖果公司位于阿尔伯克基（Albuquerque）的一家分店发生了经营危机，房东不愿意和它签订租约了，要求它把店面搬到大商场中地段较差的位置去，同时要求提高租金标准。喜诗糖果公司如果照此办理，原来的一点利润就会全部被吃光。由于协商不成，喜诗糖果公司不得不贴出即将停业的公告。

这下子好了，经常光顾这家分店的顾客们接连不断地向房东表示抗议。总共有263位顾客写信或打电话给喜诗糖果公司位于旧金山的总部，有的顾客则扬言要拒绝到该商场购物，这引起了当地记者的注意，引起了广泛反响。最后，迫使房东不得不撤销原有决定，给喜诗糖果公司的这家分店以一个满意条件。

后来，查克·希金斯对这263名顾客每人写了一封亲笔感谢信，并且在报上刊登所有这些人的名单。可想而知，该分店的销售业绩又有了大幅度增长。

【巴菲特智慧结语】

巴菲特认为，买股票就是要投资该公司，所以应当注重考察该股票的经营业绩是否稳步增长，宁可增长得慢些也要增长得稳些。尤其是遇到宏观环境不好的时候，这是对公司管理层智慧的大考验。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不要用短期利益牺牲长期利益

很少有上市公司的经理人可以如此自在地经营公司，这是因为大部分公司背后的股东往往只着重短期利益，相比之下伯克希尔背后有几十年来一直相当稳定的股东群，拥有其他上市公司少见的长期投资眼光。事实上，这些股东打算一直持有伯克希尔至死方休，也因此旗下的经理人可以用一辈子的时间来经营公司，而不用为了下一季的获利情况来烦恼。当然，这绝不代表我们就不关心公司经营的现况。事实上，这点也相当重要，只是我们不希望因为一味追求短期获利而被迫牺牲掉公司长远发展的竞争优势。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买股票就是要投资该公司。所以，股票投资一定要有长远眼光，不要因为急功近利而牺牲掉长期利益。

巴菲特在伯克希尔公司1998年年报致股东的一封信中说，很少有其他上市公司的公司管理层能够像伯克希尔公司控股的那些公司一样，能够如此自由自在地经营管理。究其原因在于，伯克希尔公司股东几十年来一直都相当稳定，他们崇尚的是长期投资，甚至愿意至死不卖。

所以巴菲特说，伯克希尔公司旗下的公司管理层可以用一辈子时间来筹划管理，而不用担心这个季度的业绩考核能不能通得过。

不过话又说回来，这并不表明伯克希尔公司不关心这些公司的经营现状，只不过不希望用短期利益牺牲长期利益罢了。

巴菲特实事求是地说，伯克希尔公司旗下的那些公司管理层都很富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有，75%以上的人都已经相当有钱，他们完全不需要依靠这份工作来养家糊口。他的意思是说，他们之所以还从事这项工作，靠的主要是责任心和成就感，所以他们把这份工作看得很重，会竭尽全力把它做好。

巴菲特举例说，就像政府雇员保险公司的东尼·奈斯利一样，如果有人想要教像东尼·奈斯利那样的明星经理人去怎样经营公司，实在是一件愚蠢的事。

事实上，如果巴菲特和查理·芒格在背后一直指指点点的话，伯克希尔公司旗下的那些经理人绝大多数可能早就不干了。这就像最著名的运动员在场上打球时，教练在一旁指挥他如何打球，什么时候该怎么打球一样可笑。

为了做到这一点，伯克希尔公司控股的那些上市企业完全没有其他同行那样的繁文缛节，公司管理层可以全心全意地安排个人行动，不需要向上级汇报就可以付诸实施。

与此同时，伯克希尔公司对他们的要求也非常简单明确，归纳起来三句话：一是要求公司管理层像经营自己的公司一样来对待该公司；二是要求公司管理层把在该公司所占的股份看作个人和全家所有财产来看待；三是在有生之年你是不可能把它卖掉或者兼并给其他公司的。在此基础上，巴菲特要求他们完全不要被会计账簿上的盈利数字影响经营决策，该干什么就干什么，明确每个阶段什么事情是最关键的。

巴菲特之所以这样做，是基于两点：一是这些明星经理人具有很高的素质，这在伯克希尔公司当初收购该公司时就已经做了充分考察，他们完全具备这个条件，否则该公司也不会被巴菲特收购；二是巴菲特和伯克希尔公司的那些股东历来主张长期投资，他们考虑问题的着眼点都是从这个角度出发的，所以不希望过多关注一时得失而影响长期收益。

相比之下，其他投资者和上市公司就基本上做不到这一点。一方面，绝大多数投资者追求的是短期效应，中国股民买下股票后就巴不得连拉涨停板，等到自己抛出该股票后又希望它下跌，然后让自己有机会再次买进，他们基本上不考虑该股票10年、5年乃至1年及1个月后的业绩和走势。另一方面，这些上市公司的经营管理层也没有长期恋战的心理准备，不是担心经营业绩不佳、自己什么时候被赶下台，就是希望什么时候经营业绩上去了能够见好就收，换个地方去做官。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该说，这样的现实与巴菲特面对的环境是不同的。所以巴菲特说，他从政府雇员保险公司的成功经验中看出了伯克希尔公司经营模式的优越性。他表示，他和查理·芒格绝不会要求东尼·奈斯利去怎样进行经营管理，过去不会，将来也不会。

巴菲特说，他要做的工作就是千方百计给东尼·奈斯利创造一个绝佳的工作环境，让他能够彻底发挥才能，去做自己认为该做的事，而不是把宝贵时间耗费在无谓的董事会、记者招待会、分析师与投资银行业的演示文稿上，也不用担心公司经营管理的资金问题、信用评级、投资者对公司获利的预期等因素。

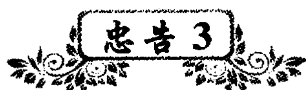
因为归根到底，伯克希尔公司对这些公司拥有绝对控股权，而巴菲特本人和伯克希尔公司历来都是言出必行的，所以这些明星经理人心里非常清楚，这些上市公司的特殊股权结构能够保证这样的运营模式至少维持几十年，完全不用担心自己会在什么时候被一脚踢开。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，如果我们做个游戏，要求你们买入另一个同学10%的余生，这时候你会选那些老爸富有或学习成绩最好的同学吗？我很怀疑。我想你肯定会买入那个你认为最有认同感、最志同道合的人。巴菲特的意思是说，不要因为短期内看这个人家庭富有或脑袋很聪明，就忽略了他的终身成就。



巴菲特认为，投资者不该为了短期利益而牺牲长期利益。当然，他这是针对伯克希尔公司的那些控股企业而言的。对于中国投资者来说，短期利益服从长期利益同样也是人人皆知的一个简单道理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司管理层一定要优秀

★ 股票投资最重要的其实是人

我们永远持有的 3 只股票：资本城/美国广播公司、政府雇员保险公司与华盛顿邮报的仓位仍然保持不变，同样不变的是我们对于这些公司管理层无与伦比的敬佩：资本城公司的汤姆·墨菲和丹·伯克、政府雇员保险公司的比尔·斯奈德和卢·辛普森，还有华盛顿邮报公司的凯瑟琳·格雷厄姆和迪克·西蒙斯，查理·芒格和我非常赞赏他们在公司管理中的出众能力与高尚品德。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。他说，股票投资初看投资的是企业，其实更重要的应该是人，即这家公司的管理层。在其他条件相同的情况下，这家上市公司的管理层是否足够优秀，是你是否要投资该公司应该考虑的决定因素之一。

在这方面，巴菲特欣赏的公司管理层非常多，几乎可以说他所重点投资的每一家上市公司的管理层都是非常优秀的。因为他当初在决定是否投资该公司时，就已经把这看做是一项主要条件。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从这个角度看，巴菲特认为最重要的投资对象其实不是上市公司本身，而是这家公司的管理层，也就顺理成章了。

巴菲特说，他最敬佩的公司管理层是资本城/美国广播公司的汤姆·墨菲、丹·伯克，政府雇员保险公司的比尔·斯奈德、卢·辛普森，华盛顿邮报公司的凯瑟琳·格雷厄姆、迪克·西蒙斯，这也是伯克希尔公司希望能永久持有这3只股票的重要原因。

在每年伯克希尔公司年报致股东的信中，巴菲特都要不惜笔墨甚至有些肉麻地赞赏旗下公司的优秀管理层，不但欣赏他们的出众管理能力，更赞赏他们的高尚人品。

他说，在长期的合作过程中，他经常有机会近距离地观察这3家公司的首席执行官，相比之下，他们要比其他上市公司首席执行官的表现卓越得多了。

例如，有些上市公司的首席执行官明显无法胜任工作，可令人奇怪的是他们的位置却坐得很牢，一点也没有后顾之忧。可是这样做的结果呢，必然会导致公司内在价值大幅度下降，甚至面临倒闭风险。

巴菲特说，究其原因在于，首席执行官的管理能力很难衡量。举个简单例子来说，如果有位秘书被应聘时要求达到的打字速度是每分钟80个字，可是上班后发现她的打字速度实际上只有每分钟50个字，那么毫无疑问她会被立刻解雇。同样的道理，如果销售人员在规定时间里没能完成销售任务，也同样可能会面临下岗甚至失业。

奇怪的是，一名不称职的首席执行官要么缺乏明确的考核标准，要么是即使有标准也不是模糊不清就是难以执行，要么这种标准干脆就是被肆意歪曲、与实际情况严重不符的……在这种情况下结果是什么呢，一句话，首席执行官终能找到借口蒙混过关，通过“考核”。

巴菲特认为，在你重点投资的上市公司里，这种情形是不允许存在的，否则该公司的长期竞争优势和内在价值就无从得到保证，你的投资也就很可能会打个水漂。

而事实上，许多上市公司中都存在着这种情形。究其原因在于：首席执行官缺乏有效监督。

虽然从道理上讲，公司董事会应当监督、考核管理层，而实际上公司董事会成员都希望能与首席执行官和睦相处，不愿意得罪公司管理层。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使公司到了破产边缘、最终被其他公司兼并了，那些作鸟兽散的董事会成员包括公司管理层，原本享受的优厚待遇也不会有多大损失，甚至还可能因祸得福，取得比原来更高的待遇。

所以巴菲特一再劝告投资者，一定要把资金投到公司管理层十分优秀的上市公司。如果你对这家公司管理层的管理才能和人品一无所知，那么且慢，还是等考察清楚了再作决策。他说，日常生活中你根本不可能把钱莫名其妙地交给陌生人打理，为什么在股票投资中就能这样盲目呢？这是完全没有道理的。

那么，巴菲特心目中的优秀管理层究竟有什么标准吗？

巴菲特说："上述这些观点并非是对所有首席执行官或董事会的谴责，他们中的大多数非常能干而且勤奋努力，有些人甚至十分出类拔萃。但是，查理和我见识过许多管理失误，使我们非常幸运能够与 3 只永远持股股票的公司管理人员一起合作。他们热爱自己的公司，像所有者那样思考，他们的所作所为表现出高尚的品德与出众的能力。"

从以上不难看出，巴菲特对优秀公司管理层的衡量标准主要有两点：一是高尚的品德，二是出众的能力。前者主要是指公司管理层的为人应当值得投资者信赖，否则你就不会放心地把钱交给他打理；后者主要是指这个公司管理层有能力为股东创造良好收益，让投资者从中得到合理回报，"占着茅坑不拉屎"是不允许的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，买股票一定要选择公司管理层十分优秀的上市公司。他对优秀管理层的基本标准是："他们热爱自己的公司，像所有者那样思考，他们的所作所为表现出高尚的品德与出众的能力。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 公司管理层影响着内在价值

约翰·威廉姆斯在50年前所写的《投资价值理论》中便提出了计算价值的公式。我把它浓缩列示如下：今天任何股票、债券或是企业的价值，都将取决于其未来年度剩余年限的现金流入与流出，以一个适当的利率加以折现后所得到的期望值。特别注意这个公式对于股票与债券皆一体适用，不过这里有一点很重要但却很难克服的差异，那就是债券有债票与到期日，可以清楚地定义未来的现金流入。但是就股票而言，投资者必须自己去分析未来可能得到的票息；更重要的是，管理阶层的品质对于债券的影响相当有限，顶多因为公司无能或是诚信明显不足而延迟债息的发放。对于股票投资者来说，管理阶层的能力将大大影响未来票息发放的能力。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。归根到底，公司管理层的能力大小将会大大影响该股票未来的分红派息能力，直接决定着该股票内在价值的高低。

巴菲特在伯克希尔公司1992年年报致股东的一封信中说，约翰·威廉姆斯（John Burr Williams）在50年前出版的一本《投资价值理论》中提出了价值计算的数学公式，他把它精练地概括为“今天任何股票、债券或是企业的价值，都将取决于其未来年度剩余年限的现金流入与流出，以一个适当的利率加以折现后所得到的期望值”。

他说，这个计算公式对股票和债券同样适用，所不同的是两者之间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有一个很难对付的重要差别，那就是债券的回报受公司管理人员的能力和水平影响很小，说穿了，只有当管理人员无能透顶或者不诚实，导致暂停支付债券利息时，这种影响才能显示出来，所以投资债券可以很容易地确定未来现金流的大小；可是，股票投资却没有一个明确的“息票”，或者说，这种“息票”需要投资者自己估算出来，所以股票投资很容易受公司管理人员的能力和水平的影响。

归根到底，公司管理层的能力和水平影响着该公司的长期竞争优势，从而决定着该公司未来内在价值的大小和发展方向。所以巴菲特说，“以一般的价格买入一家非同一般的好公司，要比用非同一般的好价格买下一家一般的公司好得多。”

容易看出，巴菲特在这里特别看重公司管理层是否优秀。他认为，如果管理层足够优秀，那么即使买入这家公司的价格“一般”，也会比“用非同一般的好价格”买下一家普通公司好得多。说到底，优秀的公司管理层本身就是无价之宝。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中举例说，伯克希尔公司旗下的世界百科全书、科比吸尘器公司、斯科特·费策公司等都是拉尔夫（Ralph）一个人领导的，要知道，拉尔夫一个人就担任 19 个企业的首席执行官。即使如此，伯克希尔公司在 1986 年收购斯科特·费策公司后的业绩表现就出乎预料，1987 年的业绩表现更是又上一层楼，税前利润提高了 10%，可是成本却大大降低。

巴菲特提醒说，请大家想一想，一个人掌管 19 家公司是一个什么情形？毫无疑问，拉尔夫手下也有一帮明星经理人为他服务。可是对于伯克希尔公司来说，依然很乐意有更多的企业交给拉尔夫来打理。道理很简单，因为拉尔夫能够提高企业的内在价值。既然这样，把更多的企业交给他管理，又有什么不可以呢？

那么，拉尔夫又是如何来增强企业内在价值的呢？巴菲特举例说，斯科特·费策公司的业务范围过于庞大，有点说不清楚，可是如果换个角度看世界百科全书是怎样操作的，就同样能说明问题。

1987 年年末，世界百科全书推出了 1962 年以来改版最多的新版本，全套图书中的彩色照片从原来的 14000 幅增加到 24000 幅，重新编写的文章超过 6000 篇，参与编写的作者有 840 位之多，可见其工程有多么庞大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯科特·费策公司从中获益良多。到 1987 年，这套图书在美国地区已连续第 5 年销售量上升，在美国以外地区的销售量和利润也有大幅度增加。把企业交给这样的明星经理人打理，企业内在价值哪里还有不增长的道理呢?

在伯克希尔公司，像拉尔夫这样的优秀管理层比比皆是，这是推动伯克希尔公司内在价值不断攀升的重要动力。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1989 年收购波仙珠宝公司后，当年的营业额就有大幅度增加。更不用说，这是波仙珠宝公司在 4 年前搬到这个地方来营业时，营业额已经比过去增长 1 倍的基础上实现的；再向前推一步，该公司在搬到这里来以前的 6 年中业绩已经增长了 1 倍。这充分说明了波仙珠宝公司的艾克·弗里德曼（Ike Friedman）简直是一个天才，他完全有能力让手下的企业全速前进。

巴菲特说，读者如果没有去过波仙珠宝公司，完全无法想象会有这样的珠宝店：由于它的销售量非常大，所以你能在那里看到各式各样、各种价格的珠宝；与此同时，该公司的营业费用却只有同行平均水平的 1/3。集团采购的低价格，再加上对费用的严格监控，使得它的商品价格要比同行低得多；而低价格又使得顾客盈门，由此形成了良性循环。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，管理层对提高股票内在价值的作用至关重要。投资者如果购买债券不怎么在意公司管理层的话，在投资股票时就非常有必要关注这一点，拉尔夫和艾克·弗里德曼就是一个很好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 资本配置能力决定着公司存亡

许多股东权益回报率和总体增量资产回报率持续表现良好的股份公司，实际上将大部分的留存收益投入了毫无吸引力的甚至是灾难性的项目之中。公司强大的核心业务年复一年地持续增长，隐瞒了其他资本配置领域里一再重复的错误（通常是高价收购本质上平庸的企业）。犯下错误的经理们总是不断报告他们从最新的失败中吸取的教训，然后，再去寻找下一个新的教训。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。他说，公司管理层是否优秀的表现之一，就是看他们能否从股东角度考虑问题，而不是局限于某种机构强制力的束缚。

他说，资本配置是公司管理层最主要的工作。从某种意义上说，公司管理层的资本配置能力决定着公司存亡。遗憾的是，大多数公司管理层的资本配置能力并不强，只是因为公司业务不断增长掩盖了资本配置的错误决策。相反，明星经理人就会避免犯这种错误。

巴菲特说，最常见的这种错误决策是把业务增长所创造的一部分留存收益用于高价收购资产项目。这些资产项目表面上看还不错，可实际上毫无吸引力，甚至是一种灾难性的投资项目，谁投资谁倒霉。

正因如此，投资者经常会看到这样一种情形：前面一个项目还没有从失败的阴影中走出来，紧接着就投资另一个项目，要准备总结下一次失败的教训了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特投资股票最注重公司内在价值。他认为，公司管理层只有充分发挥高超的资本配置能力，不断把资金投人到回报率高的投资项目中去，才能从根本上提高长期盈利能力，进而显著提高内在价值，促进股价长期上涨。

不难看出，巴菲特的这一观点和目前资本市场上的普遍观点完全相反。后者认为，股票市场会高估公司短期收益、低估长期盈利能力。所以，上市公司如果削减资本支出和研究开发费用，会有助于实现短期利润最大化，从而推动股价不断上涨。

而实际上，这两种观点都有道理，关键是从长期看还是从短期看。巴菲特着眼于长期投资，当然要注重公司内在价值和长期盈利能力的不断增长了。因为只有这样，才能当股价回归到与其内在价值相符时，方便投资者获取巨额回报。相反，如果从短期角度看，就会更在乎股价的一时波动。可是，如果削弱了资本支出尤其是研究开发费用，又怎么能保证公司具有长远发展的强大动力呢？恐怕连短期动力也保证不了。

研究表明，股市中存在着以下一种有趣现象：1985 年，麦康奈尔、克里斯·J·穆斯卡雷洛通过研究投资活动和股价变动规律发现，对于美国股市中的大多数工业类股票而言，每当上市公司发布增加有计划的资本性支出公告后，股价就会大幅度上涨；相反，每当上市公司发布减少有计划的资本性支出公告后，股价就会大幅度下跌。

这实际上表明，即使从短期角度看，通过减少资本支出和研究开发费用，增加短期利润、推动股价上涨也是不成立的。

另一项针对几百家上市公司的战略性资本支出与投资决策的权威性调查发现，美国股市中凡是上市公司发布兼并、增加研究开发费用、开发新产品、增加资本性支出的公告后，股价都会有显著上涨。

实践表明，真正能促使股价上涨并且保持这种长期趋势的，就是巴菲特所说的正确的资本配置。通过显著提高公司内在价值，为股东创造更高的价值回报，最终必然会导致股价报复性反弹。

巴菲特说，许多上市公司的公司管理层也很正派、能干、经验丰富，可是却无法进行理性的资本配置决策，这是为什么呢？

他在长期投资实践中发现，一家公司的发展总是喜欢沿着目前的方向，拒绝任何有利的改变。从这一点上看，好像这也是符合牛顿第一运

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动定律的——公司的投资项目和并购实践总会越来越多、越来越大，直到用光所有可以利用的资金才肯罢休。公司管理层无论是不是优秀，他们所作出的业务决策无论多么愚蠢和不明智，下属都会投其所好、推波助澜。更不用说，竞争对手的扩张、并购、管理层激励计划以及其他任何举动，都可能会被盲目照搬、模仿过来。所有这一切，都很容易把公司引入歧途。

巴菲特把这种现象和原因归结为机构强制力（the institutional imperative）。他说，过去在商学院读书时，老师和教科书上从来就没有提到过这种强制力，他在进入商界后的一段时间里对这种现象也百思不得其解。实际上，这有点像中国人通常所说的“潜规则”——你在这个位置上就得这么做，否则不是位子坐不牢就是别人不理解。

有鉴于此，巴菲特平时对伯克希尔公司所属控股公司的管理层，就非常注重减少他们受这种机构强制力的影响。他说，不仅如此，查理·芒格和他还尽力避免投资于那些公司管理层不够优秀，或者公司管理层虽然优秀、却无法摆脱机构强制力影响的上市公司。

归根到底一句话，目的就是为了让公司管理层能够从长远角度、从所有者角度考虑问题，决不要因为一时一地的短期收益而杀鸡取卵。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，资本配置在一定程度上决定着公司的兴衰存亡。为此优秀的公司管理层应当具备两点：一是高超的资本配置能力；二是要尽力从所有者角度考虑问题，尽力摆脱“潜规则”的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 优秀管理层会善于渡过难关

1962 年，巴菲特有限公司控股的登普斯特公司经营上遇到了重大难题。在当时，我带着无法解决的问题去找查理·芒格，就像是现在一样，查理·芒格建议我，在加利福尼亚州他有一位朋友叫哈里瓶非常脚踏实地，或许可以帮得上忙。我在当年 4 月去洛杉矶拜访哈里瓶。一个礼拜后，哈里瓶就被请到内布拉斯加州来管理登普斯特公司，此后问题立刻获得解决。记得在 1962 年的年报中，我还特地将哈里瓶封为年度风云人物。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。一个优秀的管理层能够在公司遇到困难时帮助渡过难关，从而不至于关门倒闭。不用说，每个企业都可能会遇到困境，所以这一点很重要。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的大部分大股东是 1969 年巴菲特有限公司关门时换取伯克希尔公司股份的。这些股东应该还记得，1962 年，巴菲特有限公司下面有一家名叫登普斯特（Dempster）的控股公司，经营上遇到了严重困难。在实在没办法的情况下，他去请教查理·芒格，查理·芒格告诉他说，他有一位朋友名叫哈里瓶（Harry Bottle），或许能帮得上忙。后来，巴菲特专门聘请哈里瓶掌管登普斯特公司，结果很快就走出困境。

巴菲特通过这个例子是想说明，有时候一位优秀的明星经理人能够挽救一个企业，这是普通公司管理层不具备的。如果投资者投资的企业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中有这样的明星经理人，关键时刻就能派上大用场。巴菲特很庆幸自己找到了哈里瓶，否则这家专门生产农机具的公司可能就没救了。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，同样的情形又发生在 24 年后的 1986 年。那是伯克希尔公司旗下的一家子公司 K&W 公司。这家公司的主要产品是自动机具，过去经营得很不错，只是到了 1985、1986 年间，由于所订目标不切实际，放弃了原来的主导产品，结果一下子就陷入困境。

这时候，负责该公司管理监督职责的查理·芒格知道这种事情不必请示巴菲特自己就可以做主，所以直接去找时年已经 68 岁的哈里瓶，再次聘请他担任该公司首席执行官。

说神奇就神奇，没过多久，仅仅是一年过后的 1987 年，K&W 公司的获利就创下历史最高纪录，不但比上一年度利润增长了 3 倍，并且该公司的应收款和库存还减少了 20%。不但一举扭转了原来的困境，而且有了新的发展。

巴菲特幽默地说，如果伯克希尔公司在今后的 10 年、20 年中遇到同样的困境，大家就知道他会打电话找谁了。他的意思是说，他依然会请哈里瓶出马的，因为这样神奇的明星经理人真的很有一套。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，如果他在收购某个企业时该企业拥有非常杰出的明星经理人，哪怕他放弃部分权力甚至不拥有控股权也非常乐意。他说，这种做法没有任何不妥。

例如美国保险业规定，伯克希尔公司以远远低于收购整个企业的价格来购买公司股份时，只能取得该公司的部分少数股权。比较典型的例子是，伯克希尔公司收购政府雇员保险公司就是这样的。巴菲特不能随意更换该公司的经营管理层，甚至无法对资金进行重新分配，但这些在他看来是完全可以接受的。

他认为，政府雇员保险公司及其明星经理人杰克·伯恩都是非常罕见的佼佼者，而现在他能以伙伴关系与他们进行合作，这是一件非常幸运的事，没有控股权又有什么不可以呢?

巴菲特说，伯克希尔公司在不具备控制权的股权投资中，最大的投资项目就是政府雇员保险公司。伯克希尔公司一共持有政府雇员保险公司 33% 的股权，合计 720 万股股票。根据规定，一般持股比例只要超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20%，在会计核算上就要采取权益法来核算，即要把每年根据比例所得到的投资分红纳入自己的会计报表内。

而伯克希尔公司的情况有所不同。当初伯克希尔公司购买政府雇员保险公司股份时，有一部分是按照政府部门的要求购买的，规定这部分股票的投票权要交给一个公正的第三方进行管理。这就是说，伯克希尔公司对这部分股票不拥有投票权。这样一来，也就意味着伯克希尔公司对政府雇员保险公司不具备实质性控制权了。不仅如此，伯克希尔公司旗下的平克顿（Pinkerton）公司，也是这种情形。

虽然，不具备实质性控制权并不会影响到伯克希尔公司应该得到的业绩分红，但毫无疑问，会影响到对被控股企业公司管理层的权力结构，而在巴菲特看来，公司管理层是创造企业内在价值的主要动力之一。

不过巴菲特对此毫不在意，并且感到非常满意。他经常说，政府雇员保险公司是投资业界的最佳典范，它具有难以模仿的产业优势，而公司管理层又具有高超的资金管理技巧，今后如果发生经营困难，会有足够的能力带领企业渡过难关。所以，投资这样的企业完全可以高枕无忧。

巴菲特具体地说，仍然以政府雇员保险公司为例。伯克希尔公司在1976年、1980年两次购买该公司股权，总成本是4700万美元，而实际上每年可以从中得到的分红就有300万美元，实际价值更可以高达2000万美元。也就是说，伯克希尔公司从中得到的获利就相当于账面利润的40%左右。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，明星经理人的高超管理才能和品格特征，能够带领陷入困境的企业起死回生，这对于长期投资者来说既难能可贵也非常重要。在他看来，哈里瓶和杰克·伯恩就都具有这样的神奇本领。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 他们会把企业看做是自己的

今年我们有两位明星经理人退休，分别是国家产险公司 65 岁的菲尔·利舍和美联社零售公司 79 岁的本·罗斯纳。这两个人让身为伯克希尔公司一员的你更为富有，国家产险公司更是支持伯克希尔公司成长的重要力量。菲尔·利舍和他的继任者林沃特是该公司成功的主要推动者，而本·罗斯纳在 1967 年将美联社零售公司以现金卖给多元化零售公司后，原本仅承诺继续待到当年年底，结果在往后的 15 年仍持续表现杰出。他们两人皆为伯克希尔尽心尽力，管理公司就好像是他们 100% 拥有这家公司一样，不需用定额外的规则来强迫他们。这种态度早在伯克希尔加入前便已深植在他们的人格特质中，他们好的个性成就了我们更多的财富。如果我们能持续吸引到像本·罗斯纳和菲尔·利舍这样的人，你将可不必担心伯克希尔的未来。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。优秀管理层的一个主要标志，就是会把企业当作自己 100% 拥有的企业来看待。如果你投资的是这样一只股票，你就不用为它的将来担忧了。

巴菲特在伯克希尔公司 1982 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司旗下有两位明星经理人要退休，一位是国家产险公司（National Indemnity）的菲尔·利舍（Phil Liesche），另一位是美联社零售公司（Associated Retail）的本·罗斯纳（Ben Rosner）。这两个人的最大特点，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是把企业当作自己100%拥有的公司那样尽心尽力，这种态度在伯克希尔公司收购这两家公司之前就具备了，这已经成为他们人格特质中的一部分。伯克希尔公司的股东因为他们而变得更富有。

举个例子来说，本·罗斯纳在1967年把美联社零售公司出售给多元化零售公司（Diversified Retailing）后，本来是准备到那年年末退休的，因为当时他已经64岁了，在家颐养晚年谁也不会有意见。

可是结果呢，他又在那里继续干了15年，这真是伯克希尔公司投资者的福气。伯克希尔公司对待这样的明星经理人同样会发自内心地为他们尽心尽力，不需要通过任何额外条例来约束他们。

巴菲特感叹说，如果伯克希尔公司能够吸引到更多像菲尔·利舍、本·罗斯纳这样的明星经理人，公司的未来将会更美好。

伯克希尔公司收购企业时是这样的衡量标准，而伯克希尔公司本身也是这样的经营理念，可谓"有其父必有其子"。

巴菲特在伯克希尔公司1983年年报致股东的一封信中说，尽管伯克希尔公司的组织形式是公司，但他是把所有投资者当作合伙人、以合伙人心态来经营管理的。换句话说，他也是把伯克希尔公司当作所有投资者共同拥有的，他的搭档查理·芒格也这样认为。

巴菲特说，只是因为每一位投资者的持股比例有多有少，他和查理·芒格才被推到了执行合伙人的岗位上，而又因为他的持股比例最高，所以才是最具有控制权的合伙人罢了。

在这里，巴菲特意思说得很明确，就是他们从来都是把伯克希尔公司看做是大家共同拥有、好好经营的一个平台。可以为此佐证的是，伯克希尔公司的所有董事都是公司大股东，5名董事中有4人的家族财产超过一半比重投资在伯克希尔公司。

无论巴菲特个人还是伯克希尔公司的所有董事，都是真正地把公司看做是自己100%拥有的那样去尽心尽力经营管理的，他们的长远经济目标，就是要实现公司每股内在价值的增长率达到最高，而不是伯克希尔公司的发展规模一定要有多大。虽然随着伯克希尔公司的规模不断增大，每股股票的内在价值年增长率将来一定会下滑，但至少不能低于一般美国大企业的平均增长率，这样才对得起所有股东。

巴菲特说，伯克希尔公司旗下的那些明星经理人，如此这般地为投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者着想，迫使伯克希尔公司惜才如宝。

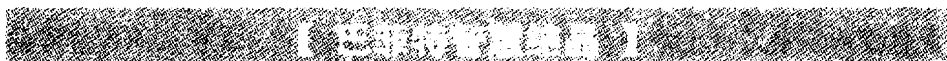
巴菲特在伯克希尔公司 1988 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司不会因为这些明星经理人到了一定年纪就让他们退休，或者辞退他们。无论是 65 岁还是多少岁，这些人实在是可遇而不可求的稀世珍宝。

他举例说，内布拉斯加家具中心的罗丝·布拉姆金夫人 1988 年时已经 95 岁高龄，依然每个星期工作 7 天，战斗在经营管理第一线。如果她不是把企业看成是自己 100% 拥有的，又何必如此操心呢？

巴菲特幽默地说，这些高龄老人就像是插满了蜡烛的蛋糕，你怎么舍得舍弃他们呢。相比之下，他对刚刚招聘来的 MBA 毕业生评价就没有这么高了。

巴菲特说，虽然这些 MBA 毕业生的学历看起来很吓人，讲起话来头头是道，可是对于企业的长期发展往往不会全身心地投入。从这一点上看，他们和上面所提到的那些明星经理人差得很远。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，罗丝·布拉姆金夫人可能是当时美国最聪明的生意人。由于她的全身心投入，这家美国规模最大的家具中心，除了地毯销售部门外，其他部门的营业额在过去 3 年中平均增长了 24%。1989 年第四季度该公司的地毯部门在奥玛哈地区的市场占有率，从上年同期的 67.7% 增长到 75.3%，相当于排列第二位竞争者的 6 倍！



巴菲特认为，如果管理层能把企业看作自己 100% 拥有的那样去尽心尽力，就是投资者的福气了。他认为，正是菲尔·利舍、本·罗斯纳、罗丝·布拉姆金夫人等明星经理人，让公司股东们变得更富有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★巴菲特购并时特别注重管理层

查理·芒格跟我平时主要只有两项工作，一个是吸引并维系优秀的经理人来经营我们的各种事业。这项工作并不太难，通常在我们买下一家企业时，其本来的经理人便早已在各种产业展现他们的长才，我们只要确定没有妨碍到他们即可。这点非常重要。如果我的工作是组织一支职业高尔夫球队，若尼克劳斯或阿诺帕玛愿意替我效力，我实在不必太费心去教他们如何挥杆。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。巴菲特在购并企业时就特别注重原来的公司管理层是否非常优秀；或者说，企业收购下来后是不是有合适的管理层来负责经营。如果不具备这样的条件，那么这项收购他宁可放弃。应该说，巴菲特这样做很明智，这再次诠释了“一个好汉三个帮”的道理。

巴菲特在伯克希尔公司 1986 年年报致股东的一封信中说，他和查理·芒格平时的工作主要只有两项，其中之一就是吸引并维系明星经理人来经营各项事业。

巴菲特每年在伯克希尔公司年报致股东的一封信中，都要刊登一小段收购企业的广告，其中必不可少的一项条件是具备优秀的管理阶层，并且声明，伯克希尔公司无法提供这样的公司管理层，如果不具备这项条件，伯克希尔公司就不会考虑这项购并事宜；相反，如果具备这样的优秀管理层，那么伯克希尔公司将为他们及其优秀企业提供一个理想的归属。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通常的情形是，伯克希尔公司在收购某家企业时，该企业的经营管理层早就已经在各行各业施展他们的才能了。所以，巴菲特做网罗人才的工作并不需要花太大力气，最关键的是只要不妨碍他们施展抱负就行了。这就像他要组织一支高尔夫球队，其中已经有两名明星球员了，这时候你就用不着去教他如何打球了。

巴菲特说，伯克希尔公司旗下的那些明星经理人通常都已经相当富有，但这并不妨碍他们继续为公司效力。究其原因在于，他们能从中享受到工作的乐趣，从而散发出冲天干劲。毫无疑问，这些公司管理层都能站在老板的角度来考虑问题，而这正是巴菲特对他们的最高褒奖。

也就是说，如果巴菲特说某位经理人能够站在投资者角度考虑问题、时时刻刻为股东着想，这就是对这位经理人的最高评价了。

巴菲特非常赞赏奥美广告公司创始人大卫·奥美的一句名言："如果我们雇用比我们矮小的人，那么我们会变成一群侏儒；相反的，如果我们能找到一群比我们高大的人，我们就是一群巨人。"

正是因为有了这样的胸襟和用人策略，伯克希尔公司的事业版图才能够一步步扩大。巴菲特说，许多企业规定，一名主管只能管辖一定数量的员工，可是这个规定对伯克希尔公司来说毫无意义。

他认为，如果你的手下有一群正直能干的人才帮助你管理，你完全可以同时管理一打（12 个人）以上这样的人，或许还有空闲时间打个盹。相反，如果你的手下要存心欺骗你，或者虽然没有骗你可是不是能力不够就是没有热情，这样的人有一个就够你操心的了。从这一点看，巴菲特和查理·芒格为什么看上去平时悠然自得，原因也就不言自明了，因为他们的手下有的是精兵强将，用不着他们过多操心。

巴菲特认为，公司管理层的能力和品质，在很大程度上决定着该公司能否长期保持竞争优势、能否进一步巩固竞争优势。这是他在几十年的商业投资经验中得出的结论。从现代管理学角度看，这一观点已经完全得到证实。

例如，著名管理学家吉姆·柯林斯（Jim Collins）为了撰写《基业长青》和《从优秀到卓越》这两本书，进行了长达 14 年的研究和采访。在回顾采访内容后他吃惊地发现，企业最高领导人最重大的决策不是解决"什么"问题，而是解决"谁"的问题。也就是说，企业如果要保持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基业长青，最关键的角色不是“战略”，而是“人”。

这是为什么呢？原来，从根本上说，未来的世界是不确定的，一切都是不确定的。要在许多不确定中作出战略，实际上就包含了许多不确定。相反，你只要搞定了人，一切就变得好办了。

这一观点与巴菲特重视公司优秀管理层可谓不谋而合。

20 世纪 70 年代，当时的美国刮起一股银行业取消管制的冲击波。面对这股即将到来的冲击波，人人都感到迷茫，不知所措。包括大型银行富国银行也是如此，不知道政府会怎么解除管制，采取哪种方式，对银行业又会产生怎样的影响，下一步该怎么办等等。

当时的富国银行首席执行官迪克·库利直截了当地说，实际上他也不知道富国银行要怎样做才能渡过解除管制的难关，因为可能出现的情况太多太多，谁都无法预料将来可能发生的所有情况，更不用说采取有效对策了。

不过有一点他很清楚，那就是：只要他手下有一支最能干的管理团队，到时候就一定会船到桥头自然直。也就是说，只要公司管理层精明能干，到时候无论出现什么情况他都能应付自如的。

最后的事实充分证明了这一点。这也是巴菲特后来之所以重点投资富国银行的原因之一，因为它有一个非常优秀的管理团队。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，企业未来发展过程中充满着许多不确定性因素，而只要公司管理层精明能干，将来就一定会办法总比困难多。为此他在收购企业时，经常把该公司管理层是否足够优秀看作是决定性的一票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 回购股票可以看做是风向标

管理当局可透过买回自家股票来对外宣示其重视股东权益的心，而非一味地要扩张个人经营事业的版图。因为后者往往不但对股东没有帮助，反而有害股东利益。如此一来，原有的股东与有兴趣的投资人将会对公司前景更具信心，而股价便会向上反应，与其本身价值更为接近。相反，那些成天把维护股东权益的口号挂在嘴边，却对买回自家股票建议置之不理的人，很难说服大家他不是口是心非。久而久之，他便会被市场投资人所离弃。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。普通投资者对公司管理层是否优秀很难判别，但可以把该公司是否回购自己的股票看作是评判标志之一。

巴菲特在伯克希尔公司 1984 年年报致股东的一封信中说，1984 年伯克希尔公司有几个比较大的投资项目纷纷回购了自己的股票，从而导致作为投资者的伯克希尔公司能够从中得到两点好处：

一是通过回购股票，流通的总股本少了，相当于花 1 元钱就能得到原来 2 元钱的价值，因为每一股股票的内在价值大大提高了。与其花钱去投资别的公司，不如通过这种方式投资效果更好。

二是公司管理层通过回购股票，实际上对外表明了该公司是非常重视股东权益的。相对来说，有些公司管理层一味扩张经营规模，实际上企业规模的扩大不但对股东没有帮助，有时候甚至是有害的。而公司回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购股票，则会使得该公司原有股东以及对该股票感兴趣的其他投资者更加充满信心。

巴菲特认为，其中的道理很简单。因为公司管理层对自己的公司经营情况最了解，公司回购股票，至少表明用这个价格投资该股票是值得的，否则它也没有必要这样做。由于公司回购股票，该股票的价格就会因此上扬，与其内在价值更接近。

相反，有些公司管理层整天把维护股东权益的口号挂在嘴上，却不肯回购自身股票，这很难说他们不是口是心非。久而久之，他们就会被投资者所抛弃。

巴菲特说，在上述两点好处中，第一点好处显而易见，可是第二点好处知道的人就不多了，实质上也很难衡量。不过要注意的是，时间越长，第二点好处就越容易显示出来。而巴菲特的这条经验，也正可以被广大读者所掌握。

巴菲特兴致勃勃地说，最近（1984 年）伯克希尔公司依靠最大的 3 个投资项目即政府雇员保险公司、通用食品公司（General Foods）、华盛顿邮报公司大量回购股票，狠狠地大赚了一笔。虽然伯克希尔公司的第四大投资项目埃克森石油公司也在回购股票，不过由于伯克希尔公司刚刚收购该企业，所以效果还不是太明显。

巴菲特说，总体来看，他对这些具有竞争优势、又真正注重股东权益的公司管理层感到相当满意。他说，发生在这种回购股票背后的故事相当有趣，他对此乐听不疲。

他举例说，1983 年政府雇员保险公司与伯克希尔公司签订协议，从伯克希尔公司手中回购 35 万股自身股票，为此支付给伯克希尔公司 2100 万美元的现金。而伯克希尔公司呢，收到这些现金后，由于政府雇员保险公司回购股票后的流通总股本减少了，所以伯克希尔公司出售这 35 万股股票后，在政府雇员保险公司的持股比例依然没有改变。

这项变动经请教律师后认为，实际上应当看做是减资。根据税法规定，伯克希尔公司只要缴纳 6.9% 的集团企业之间的股利税就行了。这样一算，伯克希尔公司得到 2100 万美元现金要比过去认为没有列在会计账簿上的未分配利润少得多。这就是说，伯克希尔公司从实质上看，是把它作为股利分配来对待的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说，这种情形并不多见，更不用说这 2100 万美元的金额也不小，所以伯克希尔公司在当年年报和季报中单独列出一项，提请投资者注意。而这种做法，是经过会计师事务所同意的。

巴菲特说，同样的情况 1984 年还出现在通用食品公司。不同的是，通用食品公司是从股票市场上回购股票的；相同的是，在进行回购交易之前，通用食品公司已经和伯克希尔公司签订协议，然后是每天卖一点，最终仍然维持 8.75% 的原持股比例不变。

巴菲特特别指出，在上述两家公司回购股票过程中，虽然伯克希尔公司出售股票给这两家公司从中得到了好处，可是对于其他没有卖出股票的投资者来说，效果是一样的。因为一家公司经营业绩良好、财务基础稳健，而股票价格又远远低于其内在价值时，回购股票是保障股东权益的最好办法。

不过巴菲特又指出，近年来有一些回购股票是不道德的、抱有不良企图的，这种情形又另当别论了。例如，有时候回购股票的交易双方私下签订有利于自己、不利于该上市公司的回购协议，就侵犯了股东权益。

通常的情况是，公司回购股票的出价过高，公司管理层则因为这个钱不是自己口袋里掏出来的就睁一眼闭一眼，最终是那些被蒙在鼓里的、不知情的公司股东当了冤大头。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，除了不道德的回购股票外，一般来说，该公司如果在陆续回购股票，投资者就可以简单地把它看作该股票在这个价位上是物有所值的，这也可以简单地用来判断该公司管理层是否优秀。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 重点是管理才能和人格品质

人们常常问我，罗丝·布拉姆金夫人到底有什么经营诀窍？而其实说穿了也不是什么深奥的道理，他们整个家族（1）对事业怀抱的热情与冲劲，会让富兰克林与贺拉旭·阿尔杰看起来像辍学生。（2）脚踏实地地去落实并果断地决定要做的事情。（3）不受外部对公司竞争力没有帮助的诱惑。（4）对待所有人皆能保持高尚的人格。我们对罗丝·布拉姆金夫人家族的人格信任可从以下交易过程中看出来：内布拉斯加家具中心从未找会计师查核，我们也从未对存货进行盘点，或核对应收账款或固定资产，我们便交给她一张 5500 万美元的支票，而她给我们的是一句口头承诺。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。他认为，投资者应当重点考察公司管理层的管理才能和人格品质如何，这是所有素质中最重要的东西。

巴菲特在伯克希尔公司 1984 年年报致股东的一封信中说，有人经常问他内布拉斯加家具中心的罗丝·布拉姆金夫人有什么经营秘诀？他说，其实说穿了也没什么特别的地方，关键是她有一个高尚的人格，勤勤恳恳，脚踏实地。伯克希尔公司当初购买内布拉斯加家具中心时，既没有聘请会计师事务所审核，也没有对库存进行盘点，就付给他们一张 5500 万美元的支票，这足以说明对她人格的信任了。

巴菲特几乎每年都要在伯克希尔公司年报致股东的一封信中，对内

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

布拉斯加家具中心和罗丝·布拉姆金夫人大大赞赏一番。他在 1984 年的年报中说，报纸在报道当时 91 岁的她时形容道，她每天一工作完就回家吃饭然后睡觉，每天天不亮就第一个上班，一年到头全年无休。她一天所做的决策比大公司总裁一年内所作的决策还要多。

巴菲特说，过去他对罗丝·布拉姆金夫人及其家族的工作业绩非常赞赏，而事实上他还低估了他们的管理才能和人格品质。

1984 年 5 月，过去从来没有到学校上过一天课的罗丝·布拉姆金夫人，获得了纽约大学颁发的荣誉博士学位。而在此以前，能够获得这项荣誉博士学位的都是像埃克森石油公司总裁、花旗银行总裁、IBM 公司总裁、通用汽车公司总裁等企业界杰出人士。所以从这一点上看，罗丝·布拉姆金夫人一点也不逊于他们。

生物学告诉我们，任何生物习性和优良品质都是会遗传的。庆幸的是，罗丝·布拉姆金夫人的儿子们就都遗传到了她的个性，这让巴菲特感到非常赞赏。

巴菲特说，1984 年内布拉斯加家具中心一个商店的营业额就增加了 1000 多万美元，达到 1.1 亿美元，是整个美国销售业绩最好的家具门市部。之所以能取得这样的优良成绩，和罗丝·布拉姆金夫人的管理才能、人格品质不无关系。

例如，从 1984 年的财务报告上可以看出，美国最大的家具零售企业 Levitz 自夸自己的产品价格比当地所有同行要便宜许多，而事实上呢，它的毛利率高达 44.4%。相比之下，内布拉斯加家具中心的毛利率只有前者的一半。

即使这样的低价策略，由于内布拉斯加家具中心的经营成本更低，所以取得了比前者更好的经营业绩。例如，内布拉斯加家具中心的员工工资、房屋租金、广告费用等成本只占销售额的 16.5%，就可见一斑。

虽然 Levitz 公司的经营也非常出色，可是与之相比，内布拉斯加家具中心的经营表现更好。正是从 1937 年罗丝·布拉姆金夫人以 500 美元创业开始就打下了这样的基础，始终精打细算，通过大批量采购降低进货成本，内布拉斯加家具中心在为股东创造投资价值的同时，又为消费者节省了资金，从而使得它的客户群分布越来越广。

在巴菲特看来，内布拉斯加家具中心的经营业绩之所以如此好，很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大程度上是罗丝·布拉姆金夫人和他的几个儿子们高超的管理才能、高尚的人格品质所带来的。

在伯克希尔公司旗下的那些明星经理人中，具有这种可贵品质的比比皆是，这是当初巴菲特在收购企业时精心考察、遴选的结果。

巴菲特比喻说，他自己在资本营运上所扮演的角色，可以用他孙女 Emily 的一则小故事来说明。在 1990 年秋天 Emily 的四岁生日宴会上，有一位魔术师为大家表演了一段魔术。

魔术师首先请 Emily 配合，帮他拿着一支神奇的魔棒在宝贝箱上挥舞。没挥动几下，原来放在箱子里的绿手帕拿出来时就变成蓝色的了。然后又放进去一块手帕，Emily 又挥舞了几下魔棒，结果手帕拿出来时发现已经打了结。经过这样 4 个回合，表演一次比一次精彩，Emily 也越来越兴奋，情不自禁地说"我实在是太厉害了！"

巴菲特说这个故事的用意是，伯克希尔公司旗下的那群拥有高超管理才能和人格品质的明星经理人，就像这位魔术师一样，有着无穷的创造力。而他自己就像他的小孙女一样，之所以感到自己"实在太厉害了"的原因，还在于下面有一帮人为他尽力打拼。

所以他说，他要感谢伯克希尔公司旗下的那些魔术师 Blumkins 家族、Friedman 家族、Mike Goldberg、the Heldmans、Chuck Huggins、Stan Lipsey 与 Ralph Schey 等人，并要求大家为他们的精彩演出热烈鼓掌。

当然，这其中不乏巴菲特的自谦。试想，如果巴菲特自己不具备这样高超的管理才能和人格品质，那些人会投奔到他这里来吗？

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，考察公司管理层的侧重点应该放在管理才能和人格品质上。在他眼里，这样的明星经理人就像魔术师一样能创造出神奇的经营业绩来，而伯克希尔公司旗下就有相当一批这样的魔术师。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 管理层的优秀要靠业绩来证明

罗丝·布拉姆金夫人凭借其高瞻远瞩与家族因素考量，终于决定于去年出售公司给我们。我对这个家族及其事业已欣赏了数十年，所以整个交易很快便敲定。但罗丝·布拉姆金夫人并没有马上回家休息，如同她所说的“失去斗志”，相反的，她仍继续担任公司负责人，每周 7 天都待在卖场，其中销售地毯更是她的擅长，一个人的业绩便足以打败所有其他零售业者。我们一共买下 9 成股权，剩下的 1 成由原有管理公司的家族成员拥有。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票，其公司管理层一定要优秀。他说，公司管理层是否优秀，表现之一应该用业绩来说话。

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司 1983 年收购了内布拉斯加家具中心的 9 成股权，另外 1 成股权留给罗丝·布拉姆金夫人家族成员，即该公司管理层。

他说，内布拉斯加家具中心管理层的优秀之处，可以从该公司的经营业绩上表现出来。即使在伯克希尔公司收购内布拉斯加家具中心后，罗丝·布拉姆金夫人仍然一个星期 7 天待在公司里辛勤工作，她最擅长地毯销售，一个人的销售业绩就可以打败其他所有零售同行，让人肃然起敬。巴菲特对该公司及其管理层欣赏了几十年，所以在决策购买内布拉斯加家具中心时很快便敲定了。

巴菲特说，上市公司经营业绩的高低，能够在一定程度上反映出公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司管理层的管理才能和人格品质。投资者要善于抓住一个问题的两个方面：一方面，优秀的公司管理层能够给股东创造更大的收益回报；另一方面，更大的收益回报又需要寄托在优秀的公司管理层身上才能实现。

巴菲特特别指出，这里的收益回报主要应当侧重于考核企业的内在价值，而不是账面价值。巴菲特把内在价值称之为"实质价值"。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司会在固定时间公布每股股票的账面价值，但必须说明的是，它的用处并不大，唯一的好处是这个数字比较容易计算。相比而言，真正重要的是实质价值，虽然这个数字很难精确计算出来。

例如，巴菲特可以明确地告诉大家，伯克希尔公司 1964 年每股股票的账面价值是 19.46 美元，可是与实质价值相比，它是明显高估的。也就是说，当时伯克希尔公司的实质价值不到这个数字，究其原因在于当时该公司的主要资产集中在纺织行业，而纺织行业在当时并不景气。

而现在（1994 年），伯克希尔公司的情形正好颠倒了过来。巴菲特认为，伯克希尔公司旗下的许多控股企业，其实质价值已经远远高于账面价值。而那些非控股企业如可口可乐公司、吉列公司等，实质价值实际上也是远远高于账面价值的，只不过按照会计准则规定只能合并账面价值，所以其实质价值无法精确估计出来。

但在他看来，可口可乐公司、吉列公司等实质价值和账面价值的增长速度还是非常接近的，以 1994 年为例，两家公司的账面价值比上年同期增加了 13.9%，可以简单地由此推断，这两家公司的实质价值增长速度大概也和它差不多。

读者容易看出，以可口可乐公司、吉列公司为代表的企业，它们的公司管理层正是巴菲特一再称赞的。这也可以从一个侧面反映了优秀明星经理人和企业业绩之间的紧密关系。

巴菲特承认，虽然计算实质价值时会遇到困难，而且往往根本无法精确计算出来，但毫无疑问，实质价值要比账面价值重要得多。因为如果企业要进行清算，清算结果会与实质价值相接近，可是与账面价值却要差得远了。

巴菲特说，他所理解的实质价值，是指任何一家企业在其未来的生涯中能够产生多少现金流量表，这些现金流量的折现值，就是实质价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以看出，任何人在计算实质价值时，都必须依据该企业的未来现金流和利率因素，并且要对它们进行调整。实质价值的依据是未来，账面价值的依据是过去，这两者之间有着截然不同。

为了帮助投资者更容易理解其中的区别，巴菲特举例说，如果说一个人读到大学毕业，他过去所投入的教育成本是账面价值的话，那么他在大学毕业后的一生中通过工作所得到的收入，扣除他如果没有接受大学教育也可以通过工作得到的收入，两者之间的差额，再用一个适当的利率来加以折现，折现到大学毕业当天的价值，这个数字就是这个人由于接受大学教育能够带来的实质经济价值。

如果计算得精确一点，在应当扣除的教育成本中还要包括因为读书而放弃工作收入的机会成本在内。

经过这样一比较就可以发现，单纯从经济方面看，如果这个人接受大学教育所得到的实质经济价值大于0，即实质价值大于账面成本，那么他读大学就是明智的；相反，如果实质经济价值小于0，即实质价值小于账面成本，那么他就不应该去接受这样的大学教育。但无论如何，实质价值与账面价值两者之间是一点关系也没有的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，公司管理层是否优秀要靠业绩来说话。这种业绩不是股票价格，也不是账面价值，而只能是企业内在价值即巴菲特所说的实质价值。虽然这种评估可能比较困难，但这是唯一合理的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 4

公司业务经营要容易理解

★ 业务比资本配置更重要

骑在好马上，优秀的骑手可以风驰电掣，而骑在衰弱的老马上，再优秀的骑手也无能为力。伯克希尔的纺织业务由能干而诚实的经理人来管理运作，同样，这些经理人如果管理一家具有良好经济前景的公司，肯定会取得非常优异的成绩；但他们如果管理一家发展前景很差的公司，就如同在流沙中奔跑，怎么用力都难以前进半步。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。经营业务容易理解的公司，往往更便于诚实的公司管理层进行运作；反过来，诚实的公司管理层也喜欢经营容易理解的业务，而投资者对这样的股票发展前景看得比较明确。

巴菲特一直认为，公司管理层的主要职责是资本配置，可是与业务经营相比，资本配置却没有业务经营更重要。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，经营业务就像一匹马，公司管理层的管理能力好比是骑手。公司管理层高超的资本配置能力与企业强大的竞争优势、良好的发展前景相比，后者才是发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展的根本所在。就好比是赛马，马不行，再优秀的骑手也无能为力。

他说，他曾经多次指出，当一个以聪明能干闻名的经理人遇到一家以经营糟糕而闻名的企业时，最终的结果往往是这家企业仍然以糟糕闻名，可是这位经理人聪明能干的好名声却毁于一旦了。在这里，很容易看出管理和业务两者之间的关系。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，关于这一点，他可以通过伯克希尔公司投资斯科特·费策公司的过程加以证明。在这个例子中，不但可以清晰地解释公司账面价值和内在价值之间的关系有什么变化，还可以给大家上一堂会计课。

他说，伯克希尔公司是 1986 年初买下斯科特·费策公司的，当时该公司拥有 22 个不同的业务项目，直到现在（1994 年）仍然没有增加，当然也没有关停其中的任何一项业务。他的言外之意是说，在这样的“静止”状态下进行对比，会更有说服力。

读者知道，斯科特·费策公司的主要业务是世界百科全书、寇比吸尘器、空气压缩机，当然，其他业务项目对经营利润的增长也相当重要。

伯克希尔公司当时收购斯科特·费策公司时投资了 3.152 亿美元，而斯科特·费策公司当时的账面价值是 1.726 亿美元。这就是说，如果按照账面价值来计算，伯克希尔公司多付出了 1.426 亿美元，这在股票投资中称之为溢价。

这说明，在巴菲特眼里，斯科特·费策公司的内在价值大约是账面价值的 2 倍，这从一个侧面可见其业务盈利能力有多大了。

伯克希尔公司投资斯科特·费策公司的 1986 年，斯科特·费策公司当年利润只有 0.403 亿美元，可是由于当年年末公司账面上仍然有大量现金，所以照样能支付伯克希尔公司 1.25 亿美元的年末分红。

更让巴菲特赞赏的是，1986 年末的斯科特·费策公司没有任何负债。而实际上，早在伯克希尔公司收购该公司前，该公司的负债就相当小。所以，伯克希尔公司收购该公司后，很轻松地就还掉了该公司除了财务公司以外的所有原有负债。看看，这样的公司经营有多么轻松。

自从被伯克希尔公司收购后，斯科特·费策公司的盈利水平逐年增加，可是净资产却没有同比例增加，这表明有相当一部分利润转化成了股东的投资收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特高兴地说，自从伯克希尔公司投资斯科特·费策公司后，原来就不错的股东权益报酬率又有了新的提高。按照该公司规模看，它完全可以列入全球财富500强行列。

例如，从最新的（1993年）全球财富500强企业名单看，斯科特·费策公司的股东权益报酬率可以排第4位，而排在它前面的3家上市企业股东权益报酬率之所以比它高，原因都是因为它们当年刚刚脱离了破产边缘，因为债务豁免而使得利润暴增的，这属于一种特殊情况。如果从平常年景看，这3家企业的股东报酬率实在乏善可陈。这样一比较下来，斯科特·费策公司的股东权益报酬率完全可以名列全球财富500强企业之首，是排名第10位的企业10倍之多。

巴菲特提醒说，读者千万不要以为斯科特·费策公司的成功是因为垄断经营或借鸡生蛋等因素造成的，这些全不对。根本原因在于，该公司总裁拉尔夫·舒伊（Ralph Schey）高超的管理才能，不但在资本配置上，而且在业务经营上有独到之处。

他认为，伯克希尔公司投资斯科特·费策公司的策略是正确的。从资金投入看，当初伯克希尔公司支付给斯科特·费策公司1.426亿美元的溢价，在财务上是记录在伯克希尔公司资产负债表上的，然后在以后的年度中当作成本进行摊销，对伯克希尔公司的现金和税收支出都没有太大影响；当然，从巴菲特角度看，这也没有多少实质性经济意义，所以不用放在心上。巴菲特承认，可能会有很多会计师不同意他的这种看法，但没有关系，允许每个人见仁见智。

相反，如果通过支付这些溢价能够收购到一家业务简单易懂、发展前景良好、内在价值很高、又拥有一个优秀公司管理层的企业，无论如何是合算的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者所投资的股票其业务经营要容易理解，否则对你来说就潜藏着投资风险了。要知道，与资本配置相比，企业的业务经营更重要，如果你完全对它不了解，那就谈不上是真正的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 要确定自己的能力圈边界

投资人真正需要具备的是正确评估所选择企业的能力。请特别注意“所选择”这个词，你并不需要成为一个通晓每一家或者许多家公司的专家，你只要能够评估在你的能力圈范围之内的几家公司就足够了。能力圈范围的大小并不重要，清楚自己的能力圈边界才是至关重要的。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。由于每一位投资者的经历、知识、能力不同，所以他们对同一家上市公司业务经营内容的理解也不相同。但这不要紧，至关重要的是确定自己的能力圈边界在哪里。明确了这一点，他就能在自己的能力圈范围内了解、判断、确定投资股票。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，投资者真正需要具备的是正确评估所选择企业的能力。你并不需要成为一个通晓每一家上市公司的专家，你只要能在你的能力圈范围内正确评估少数几只股票就行了。每个人的能力圈范围有大有小，这并不重要，重要的是知道自己的能力圈范围有多大、边界在哪里。

巴菲特说，投资某只股票的前提是该公司的业务经营要容易理解，并不是说该公司的业务经营必须每个人都简单易懂，而是只要作为投资者的你能懂得它究竟做的是什么业务，即是说业务经营要能在投资者理解的能力圈范围内就行了。

巴菲特坚信，股票投资的成功与否，与投资者对这家公司的业务经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

营内容是否真正“理解”有很大关系。只有你懂得这家公司在做什么，才能对该公司的持续竞争优势进行合理分析，从而判断应该在什么时候、以什么样的价格买入该股票，以及是否值得投资该股票。

虽然这种判断不可能很精确，但大致范围是可以确定的。相反，如果你对该公司的业务无法理解，那么这样的投资就无异于瞎子摸象，这种投资行为就必然是盲目的。

那么，究竟如何确定自己的能力圈边界在哪里呢？这主要有：

一是不要企图能预测所有因素

每个人的能力圈范围是有限的，不可能无边无际。所以巴菲特告诫说，投资者可以“在你所了解的企业的名字周围画一个圈，然后去掉那些没有内在价值、没有好的管理和没有经受住困难考验的不合格企业。”这样，你的能力圈范围基本上就确定了。

巴菲特的投资搭档查理·芒格更是一针见血地说：“投资是一个比赛谁的未来预测更正确的游戏。你是如何预测的呢？保证预测正确的一个方法是把你的预测对象限制在能力圈范围内。如果你试图预测所有因素的未来，你的野心就太大了。”

二是不要去投资自己不理解的行业

对于普通投资者来说，千万不要以为你对什么都“懂”；恰恰相反，许多投资者对什么都是“不懂”的，即使是那些普通的行业，你也未必真正理解它的业务过程、行业发展前景。

例如电力公司、自来水公司、汽车公司等，它们的产品都是平时生活中每天要遇到的，可谓最熟悉不过了。可是要知道，你熟悉它们的产品并不等于熟悉这个行业、这只股票，两者之间是完全不同的。

一般来说，投资者最熟悉的股票行业和自己所从事的工作是一致的。尤其是如果你在这个行业工作了几十年，那么你比不在这个行业中的证券分析师对这只股票的了解还要深入得多。

三是不要去做出愚蠢的决策

巴菲特认为，投资者如果坚持在自己的能力圈范围内作决策，投资成功率就有了最基本的保证；相反，如果你总是超出自己的能力圈范围进行投资，那么就难免会做出愚蠢的决策。这种愚蠢决策，最容易导致投资失败，这样就很容易把你以前所赚的钱赔个精光。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说："我是一个非常现实的人，我知道自己能够做什么，而且我喜欢我的工作。也许成为职业棒球大联盟的球星非常不错，但（对于我来说）这是不现实的。""很多事情做起来都有利可图，但是你必须坚持只做那些自己能力范围内的事情，比如我们就没有任何办法击倒泰森。"

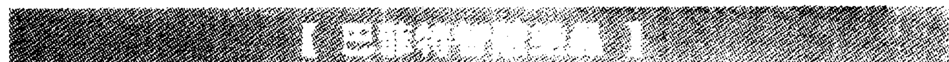
四是认定业务简单的公司去投资

巴菲特从几十年的投资生涯中得出经验说，业务越是简单的上市公司经营效率往往越高，所以，投资者如果认定业务简单的上市公司去投资准没错。

当然，这种业务"简单"是相对而言的：对于你来说很简单的业务，对于别人来说就可能很复杂，怎么也理解不了。但这不要紧，这恰好说明每个人的能力圈范围不同。只要坚持投资自己能够理解的上市公司，投资成功率会更高。

初看起来，业务越是简单的公司效率越高好像有些不可思议，可是这已经得到广泛证实。全球最著名的管理咨询公司麦肯锡公司历时多年，分别从销售利润率、成长性、流动性等方面考察德国 39 家中型机械制造工业，结果发现，影响企业效率高低的最显著特征就是"简单"。

对于投资者来说，"简单""易懂"往往是紧密联系在一起的，这从一个侧面证明了选择业务经营简单的公司进行投资的正确性。



巴菲特认为，投资者在投资股票时确定自己的能力圈边界在哪里非常重要。他说："如果你知道了能力圈的边界所在，你将比那些能力圈虽然比你大 5 倍却不知道边界所在的人要富有得多。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 业务内容要简单易懂

身为一位投资人，大家其实只要以合理的价格买进一些很容易了解且其盈余在未来5到10年内会大幅成长的企业的部分股权就行了。当然，一段时间下来，你会发现只有少数几家公司符合这样的标准，所以要是你真的找到这样的公司，那就一定要买进足够分量的股权。在这期间，你必须尽量避免自己受到外界诱惑而偏离这个准则。如果你不打算持有一家公司股份10年以上，那最好连10分钟你都不要拥有它。在慢慢找到这样盈余加总能持续累积的投资组合后，你就会发现其市值也会跟着稳定增加。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。从1982年起，巴菲特在每年的伯克希尔公司年报致股东的一封信中，都公开声明伯克希尔公司收购企业的基本标准之一就是业务简单易懂。他实事求是地说，如果涉及太多的技术问题，他就无法理解了。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，对于一位投资者来说，你只要用合理的股票价格买进一些经营业务非常容易了解，并且经营业绩在未来5到10年内会得到大幅度增长的股票就行了。当然，经过一段时间的考察后，你会发现符合这种条件的股票实际上并不多，这时候怎么办呢？巴菲特的经验是，一旦找到这样的股票，就要集中资金投入到该股上。这也是巴菲特集中投资理念的基本表述。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说，投资者对这一投资理念必须始终如一，要尽量避免自己在受到外界诱惑时偏离这个准则。他形象地说，如果你不准备持有一家公司的股份 10 年以上，那么你最好连 10 分钟也不要拥有它。

巴菲特说，对于别人的投资方式他可以提供一点心得供参考。他认为，要想取得股票投资成功，你不需要研究什么是 β 值、效率市场、现代投资组合理论、选择权定价、新兴市场等概念，事实上，投资者对这些概念最好是不要去关心。

他说，他的这种观点与大学里的主流课程以及学术界的看法有很大不同，但他坚持认为，对于主攻投资学的学生来说只要学好两门功课就行了：一是“如何给企业正确评价”，二是“思考企业内在价值和股票价格的关系”。

在巴菲特看来，股票投资的成功秘诀取决于对这项投资的理解。总体上看，巴菲特的投资领域非常广泛，因为伯克希尔公司的规模非常庞大，单一投资领域不可能容得下他那么多投资。

但认真研究可以发现，有一点非常明确，那就是在巴菲特所投资的各个领域中，他都非常清楚该公司的业务是如何具体运作的，甚至包括该公司的盈利水平、费用项目、现金流、劳动关系、产品价格的灵活性、项目投资的资金需要、利润分配和运用状况等因素。

中国股民中有太多的人不要说这些内容了，就连自己所购买的股票在哪里、从事什么业务都不知道，更不用说该公司主要生产些什么产品，提供些什么服务，其产品和服务在市场上的竞争力如何了。

换句话说，就好像你把自己的资金交给某个人打理，可是这个人究竟拿你的钱到哪里去了，去干什么，能不能赚到钱，你一概不知，这种所谓投资的风险有多大就可想而知了。

也许有投资者会问，简单易懂的经营业务会产生高额获利吗？巴菲特对此是这样认为的。他说，超乎寻常的投资成果，往往只是通过普通的事情来获得的，关键是该企业怎样把这些非常普通的事情处理得异乎寻常地出色。这颇有一点“平凡中见伟大”的意味。容易看出，这就是巴菲特为什么特别注重公司管理层是否优秀的原因所在了。

关于这一点，在巴菲特的投资生涯中比比皆是，但最突出的还是他投资可口可乐公司和华盛顿邮报公司两只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可口可乐公司是全球最大的软饮料生产和经销商，巴菲特从 5 岁时就喜欢喝可口可乐，并且在 6 岁时就从他爷爷开的小卖部里“批发”出来卖给其他小朋友。当时的一箱可口可乐是 6 瓶，每箱 0.25 美元。巴菲特卖给邻居们的价格是每瓶 0.05 美元，利润率是 16%。

如果这也算是“业务”，那么这可谓最简单明了的业务了。巴菲特从 1988 年起开始投资可口可乐公司，主要原因之一就在于该公司的业务通俗易懂——公司采购原料后，制成浓缩液，然后卖给装瓶商；装瓶商再把这种浓缩液和其他成分配合在一起，制成可口可乐饮料卖给零售商。可口可乐公司拥有装瓶商的控股权，主要品牌有可口可乐、雪碧、芬达等，销售网络遍及全球，甚至全球每天有多少人喝可口可乐都能简单计算出来。

再以华盛顿邮报公司为例。巴菲特的爷爷曾经在内布拉斯加拥有一家报社，并且亲自担任编辑；他的奶奶则在一家庭印刷厂负责制版。巴菲特的父亲，在内布拉斯加大学读书时就担任报社编辑；巴菲特本人也担任过一家报纸的分销管理员。所有这些都表明，巴菲特对报社的整个运作过程非常了解。其他投资者或许不了解这种类型的股票，而巴菲特非常熟悉其操作过程。

1969 年，巴菲特收购了《奥玛哈太阳报》及其一系列周报。有了这次“实习”过程，巴菲特从 1973 年起大规模投资华盛顿邮报公司。凭什么？就是凭他对这样的业务非常熟悉，知道投资这样的股票能赚钱。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者所买的股票业务内容要简单易懂，这样才能对它的价值作出可靠评估。当然，每个人熟悉的领域不同，“简单易懂”的标准也不一样。但有一点很明确，只有你能理解的业务才能投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 业务过于复杂会危机四伏

金融机构过于复杂的金融衍生产品比如 CDO，是造成这次次贷危机的原因之一。我和查理·芒格警告金融企业将商业操作弄得如此复杂，使得政府监管者和会计标准无法防止这些金融机构冒巨大风险。这种缺乏控制，已经产生了巨大问题，比如贝尔斯登的垮掉，而且有可能为金融行业带来更大损失。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。2007 年爆发的次贷危机，然后在 2008 年进一步演变为全球性金融海啸，就能充分证明这一点。

2008 年 5 月 4 日，巴菲特在伯克希尔公司新闻发布会上接受中国《第一财经日报》记者采访时说，美国金融机构过于复杂的金融衍生产品例如担保债务债券（CDO），是造成这次次贷危机的原因之一。他和查理·芒格以前就警告过美国金融业不要把业务操作搞得如此复杂，从而使得政府监管和会计标准无法防范金融机构冒这样的巨大风险。而从现在看，这种缺乏控制已经产生了巨大的问题，比如美国第五大投资银行贝尔斯登公司就已经倒闭了，而且，今后很可能还会给金融行业造成更大的损失。

一年过去后的现在来看，巴菲特当时的观点完全正确。而在巴菲特看来，这次由次贷危机形成的金融海啸原因多种多样，金融机构的业务过于复杂是其中之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为伯克希尔公司股东年会的一部分，巴菲特在答记者问时批评了美国华尔街的不负责任，金融监管者、政府部门、会计行业都要对过去复杂的金融业务承担责任，因为它们对此缺乏监管，是造成这次次贷危机的原因之一。

根据全球最大的财经资讯公司美国彭博资讯公司的资料，在巴菲特说这番话以前的16个月内，全球主要银行和证券公司因为这次次贷危机所造成的损失高达3120亿美元。不用说，从后来的事件发生严重程度看，这还只是露出了冰山一角。

巴菲特批评说，这些金融机构只关注金钱而不关注结果，这种情况在伯克希尔公司是不允许发生的。金融业务搞得如此复杂，以至于政府部门和会计准则都无法监管，到最后风险突兀，必然产生巨大问题。

应该说，这番话出于巴菲特之口，实在最好理解不过了，因为他历来以投资业务简单而著称。例如他从来不买高科技股票，原因不在于这些股票的投资回报率不高，实际上有时候还非常惊人，只是因为他对这样的高科技行业不了解。平时说话时，巴菲特也往往喜欢把最复杂的问题简单化，或者用非常简单的语言来描述最复杂的业务。这也是为什么伯克希尔公司每年的股东大会会吸引那么多仰慕者的原因之一。

那么，巴菲特所说的复杂的金融业务究竟有多复杂呢？他举例说，他曾经读过一份270页的报告，主要是向投资者和政府监管部门介绍一家金融公司是如何来进行操作的。巴菲特一边阅读一边标出自己认为有疑问的地方，到最后一看一共标出了25页。所以，他干脆把报告往边上一扔说，看不懂，所以再也不会投资该股票了。

巴菲特深有感慨地说，要弄懂担保债务债券（CDO）的以下业务内容，至少需要读75万字的报告：“他们太复杂了，我不知道这些人在做什么。”

查理·芒格的观点和巴菲特如出一辙。他不无幸灾乐祸地说，如果美国联邦政府要在紧急关头支持这些金融企业，那么应该一开始就告诉他们怎么做才能得到更多的控制。而现在的金融市场的困难是“应得的”，因为这次次贷危机本身就是他们“愚蠢和过于冒险”造成的。

巴菲特在伯克希尔公司2004年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司属下的美中能源公司2004年取消了一项重大投资项目。这个投资项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目原来是准备在 1998 年开始实行、2002 年正式运行的。这是一项锌金属回收项目，可是由于这项业务的一个最大特点就是问题层出不穷，每当一个问题解决了又会冒出另一个新问题来，这不符合巴菲特简单易懂的投资理念，所以最终不得不被放弃。

巴菲特解释说，在地热发电产生的卤水中含有大量的锌，而这种锌是有利可图的。可是这项业务在处理各种层出不穷的危难事件中非常繁琐，所以巴菲特一直犹豫不决。直到 2004 年 9 月，终于决定放弃。

巴菲特从中再次强调自己的一项投资原则，那就是不要把事情搞得太复杂化，而是越简单越好。他说，这个原则广泛适用于伯克希尔公司所投资的所有项目和业务。

举例来说，如果某个决策只有 1 个变量，而这个变量的成功概率高达 90%，那么毫无疑问你就有了 90% 的成功概率；可是，如果某个决策有 10 个变量，而每个变量的成功概率都是 90%，那么这时候你的成功把握就只剩下了（90%）^{10} =34.88%，略超过三分之一。

巴菲特说，有些重要的项目中存在着一系列问题，而伯克希尔公司已经几乎克服了所有问题，可是令人担忧的是，其中只要有一项难题无法解决，到时候就会“吃不了兜着走”，前功尽弃。这样的投资项目成功率不高，不符合他的投资原则。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，经营业务过于复杂的股票今后可能会危机四伏。正是因为这样的原因，他放弃了美中能源公司的一个重大投资项目。这次金融海啸的爆发，他认为金融业务过于复杂是其原因之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 新型业务要能便于理解

在这个产业，成为领导品牌是最重要的一件事。我们的客户因为我们遍布全美各地的机队而受惠，因为我们可以提供别家公司比不上的服务，所以我们也可大幅降低飞机停在地面的时间。另一个令客户无法抵挡的致命吸引力，是我们提供了各式各样的飞机，从波音、湾流、Falcon、Cessna 到雷神，相比之下我们那两个由飞机制造商经营的竞争对手就只能提供自家生产的飞机。事实上，Netjets 公司就好像是一位医生一样，可以为个别病人量身定做，依其所需提供不同配方，不像另外两家业者都是千篇一律地开出家传的狗皮膏药。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。如果这个企业从事的是新型业务怎么办呢？巴菲特的回答是，同样要能便于理解，否则不能投资该股票。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的企业主管飞行公司 Netjets 公司所从事的业务，绝大多数投资者都非常陌生，可是巴菲特对这个行业却非常了解，也非常看好。

他说，在这个产业，成为领导品牌是最重要的一件事。Netjets 公司的客户遍及美国各地，究其原因在于它能提供其他同行所无法提供的服务。除此以外还有一个让客户无法抵挡的吸引力，那就是可以提供各种各样的飞机，从波音、湾流、Falcon、Cessna 到雷神应有尽有，完全可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以满足客户不同需求。相比之下，伯克希尔公司旗下的其他两家公司，它们是由飞机制造商经营的，就只能提供自己生产的飞机，竞争力与 Netjets 公司相比要差远了。

巴菲特形容说，Netjets 公司就像一位医生一样，能够根据病人的不同病状对症下药，而不是像其他两家公司那样只是千篇一律地兜售自己的家传秘方。

巴菲特对伯克希尔公司旗下的企业主管飞行公司（EJA）感到非常满意，认为该公司具有无限的发展潜力。他说，不过对于其他投资者来说，如果你要了解这一点，就必须首先了解这个产业的特点。

具体地说，该企业所开展的业务主要是出售专用飞机的一部分所有权给客户，然后帮助所有权人维护、保养机队。企业主管飞行公司总裁 Rich Stantulli 预见到这种飞机业务的新方法，所以在 1986 年就创造性地开展了这一业务，开辟了一个新兴行业。

按照这种部分所有权计划，你可以购买企业主管飞行公司能够提供的各种系列飞机的部分所有权，例如你可以拥有某架飞机 1/8 的所有权，这意味着你可以拥有每年飞行该飞机 100 小时以上，不包括停机时间在内。如果有必要，你还有权把这些小时数在 5 年内进行分配，但这时候的你必须每月支付一些管理费用。

购买了这种部分所有权后，如果你要使用飞机，只要提前几个小时通知企业主管飞行公司就行了。接到你的指令后，该公司可以在美国各地的 5500 多个飞机场安排飞机供你调用，其方便程度就像你打电话叫出租车一样。

巴菲特说，他是在 4 年前第一次知道有这家公司存在的，当时它还叫 Netjets 公司。原因在于伯克希尔公司旗下的 H. H. Brown 鞋业，它们的公司管理层经常利用该公司所提供的服务，觉得非常满意，所以建议巴菲特和该公司总裁见个面，看看有没有投资的可能。

而一旦两人见面后，Netjets 公司总裁只用 15 分钟就说服巴菲特购买了霍克 1000 型飞机 1/4 的所有权，也就是说，巴菲特每年可以利用这家飞机 200 个小时的飞行时间。

巴菲特和他的整个家族购买这种飞行权后，经过 300 多次旅行、900 多个小时的飞行，亲身体验到该公司提供的服务亲切、方便、安全，于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是无可救药地就爱上了它。巴菲特的家人热心催促巴菲特投资该公司，于是巴菲特打电话含蓄地对 Rich Stantulli 说，如果他有意愿出售该公司，就打电话过来。

就这样，1998 年 5 月 Rich Stantulli 真的打电话给巴菲特了，于是两人很快就达成这笔交易。伯克希尔公司投入 7.25 亿美元资金收购了该公司，其中现金和股票各占一半。

巴菲特介绍说，企业主管飞行公司目前（1998 年）是这个行业全球规模最大的企业，拥有 1000 位客户和 163 架飞机，其中包括 23 架它自己拥有或出租的主要机型，以便在飞机业务最繁忙时还能提供最高品质的服务、不至于降低服务质量。

说到这里，必须提一下，安全性是任何航空公司最需要考虑的因素。那么该公司的 650 位飞行员又是如何做到这一点呢？原来，他们每年都要到伯克希尔公司旗下的另一家全球最大的飞行员培训公司——国际飞行安全公司接受 2 次以上的全方位培训。

能够佐证企业主管飞行公司安全性的是，伯克希尔公司卖掉了原来巴菲特乘坐的专用飞机，让巴菲特及其家族完全享用该公司提供的服务。并且，巴菲特乘坐该公司的飞机并没有什么特殊待遇，完全是像普通顾客一样的服务。乘坐飞机的过程，实际上也是巴菲特实地考察该公司服务、业务的过程。不用说，他对它的业务有多么了解了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者对于刚刚出现的新产业、新业务，同样必须有足够的了解才能投资该公司。他以自己收购企业主管飞行公司的过程为例，说明他对这种不为外人所了解的新业务是多么了然于胸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 特别留心与众不同的业务

一般来说，若企业处在产业面临供给过剩且为产品一般商品化的情形（在整体表现、外观、售后服务等都无差异化）时，便极有可能发生获利警讯。当然，若价格或成本在某些情况下（例如透过政府立法干预、非法勾结或国际性联合垄断如欧佩克）能获得控制，或可稍微免除自由市场竞争。否则，若客户不在乎其所采用的产品或通路服务由谁提供，成本与价格系由完全竞争来决定，如此产业铁定会面临悲惨的下场。这就是为什么所有厂商皆努力强调并建立本身产品或服务差异性的原因。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要简单易懂，因为业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。所以，既要关心传统业务企业，也要关注业务与众不同的企业。但是如果一味强调业务简单易懂，忽略了这种大路货行业因为没有特色、竞争异常激烈所处的劣势，也是很不应该的。

巴菲特在伯克希尔公司 1982 年年报致股东的一封信中说，投资者有必要注意上市公司的产品差异化。他说，一般认为 1983 年或 1984 年产业循环将会到达谷底，然后慢慢地稳步向上，但事实并非如此。

在他来看，如果某个企业处于产业面临供给过剩、并且产品属于一种普通商品，例如在整体表现、外观、售后服务方面都没有明显差异，这时候很可能会拉响业绩不良的警报。因为这种产品的客户通常不在乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究竟什么产品或什么销售渠道，只在乎价格高低。面对这样的竞争，大多数企业或产业都会面临十分悲惨的下场。

不过也有特殊情况，那就是除非政府部门有立法保护，或者通过法律进行干预，或者企业进行非法勾结，或者有某种全球性的市场垄断手段给予保护，这种情况下产品的价格和成本就能控制在有效范围内，至少也能在一定程度上消除自由市场竞争。

所以读者容易看出，为什么所有企业都千方百计要强调自己的产品和服务具有某种差异性，原因就在这里。如果它不强调、不追求这种差异性，就会无法赢得特定市场，最终淹没在自由市场竞争中。

当然，并非所有企业和产品都要强调这种差异性。巴菲特举例说，消费者购买糖果就会关心这是什么品牌的，可是如果购买砂糖就不一样了，没人会说我要什么品牌的砂糖。确实，有许多产业根本无法做到差异化，但不言而喻的是，如果企业的产品和别人完全相同，那么不可避免的结局就是持续的产能过剩、无法控制的价格下跌，从而导致最后业绩回报不能尽如人意。

也许有人会说市场会进行自我调节的，例如价格下跌、获利回报下降，必然会淘汰一部分企业，从而使得剩下的企业进一步压缩成本、提高管理水平，自我进行修正。但巴菲特认为，虽然这种自我调节会有些效果，但这个过程非常缓慢而痛苦。用不了几年，新的一轮扩张后又会面临着过去同样的窘境。

巴菲特以他自己早期最熟悉的纺织行业举例说，纺织企业绝大多数时间内都会因为行业激烈竞争而导致利润微薄，挣扎在破产边缘。虽然这个过程中也有产品供不应求的情况，但这种时间很短，用巴菲特的话来形容，那就是“大约仅维持不到一个早上的时间”。

在其他行业，虽然产品供不应求状况能够维持一段时间，甚至其产品紧俏程度还会超过原来的预期。可是如果要大力增加产能，所涉及的复杂的规划、建厂则需要一个相当长的准备过程。

巴菲特说，投资者一定要尽量避免买卖这种经营业务完全相同、缺乏竞争优势的股票，特别关注业务与众不同的股票。

巴菲特有一次在和学生谈话时掏出一张倒闭的投资银行名单说，尽管纽约股票交易所的规模比过去增加了15倍，可是这张名单上的银行规

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

模仍然有 37 家。

这是为什么呢？你能说这些银行的管理层都不优秀吗？不能，而且完全不是。事实上，这些投资银行的管理层智商都很高，工作也很勤奋，更渴望成功，真正的原因在于他们盲目模仿同行最终招致失败。

投资银行如此，那巴菲特为什么还喜欢投资保险公司呢？他认为，保险公司的情形和投资银行有很大不同。

例如，在绝大多数情况下，保险业的市场竞争程度同样非常激烈，而且产品没有多少差异。举个例子来说，大多数客户基本上不知道自己投保的是哪家保险公司，保险业务的无差异化从中可见一斑。在保险业教科书中，保险公司也同样是被归入供给过剩、产品一般商品化行列的。然而与众不同的是，投资者很少看到保险公司破产倒闭，其原因不是它们的产品差异化、没有竞争，而在于保险公司只要增加一点点成本，马上就能提高经营业绩。通常是，政府部门立法保护或推出某项措施，马上就可能会开辟一个新的保险业务领域，这在其他行业是做不到的。

更重要的是，保险行业的收费价格标准由政府核定，具有某种垄断性。虽然也同样存在价格竞争，但这种情况在大型保险公司之间并不普遍，所谓的业务竞争也主要体现在争取客户方面，一旦涉及价格谁也不敢轻易降价。即使发生亏损，政府部门也会主动出面和保险公司共同商讨怎样扭亏为盈。与此同时，法律也会禁止新的竞争者进入。

所以，这些措施确保了每一家保险公司都能获得必要利润。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，要特别关注那些业务与众不同的上市公司，看它们为什么不同、是否存在着“旱涝保收”情形。要特别善于发现其中的细微差别，例如投资银行和保险公司之间的差别就属于这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 看由谁来运作这些业务

同样重要的是，我们的获利并不是来自像香烟或是电视台这些拥有特殊经济形态的产业；相反的，它们是来自一些再平凡不过的产业，诸如家具零售、糖果、吸尘器甚至是钢铁仓储等。这样的解释很明白，我们得来不易的报酬，主要是靠优秀杰出的经理人后天的努力而非先天的产业环境优势。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。与此同时，还要看这些公司的业务是由谁来经营的，不同的经营者会造成截然不同的经营结果。

巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中说，从伯克希尔公司的非保险业务这一块看，1990 年的平均股东权益报酬率高达 51%，如果与 1989 年的全球 500 强企业相比，大约可以排在 20 名之内。

巴菲特特别指出，伯克希尔公司之所以能取得这样的优异成绩，有两项因素值得一提。

一是这些业务完全不依靠融资杠杆，也就是通常所说的没有负债。所有的主要设备，如果不是自有的就是从外面借来的。仅有一点点负债也可以由现金完全抵消，实在不足挂齿。所以从这一点上看，如果扣除负债对于经营业绩回报的影响，伯克希尔公司非保险业务这一块的平均股东权益报酬率可以排在全球 500 强企业前 10 名以内。

二是这样的经营业绩并不是来自像香烟、电视台这样具有特殊经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形态的产业，相反，来自于一些最平常不过的产业如家具零售业、糖果公司、吸尘器甚至钢铁仓储运行业等。

巴菲特的意思是说，在这种平凡的行业中取得不平凡的业绩回报，更容易看出杰出经理人后天努力因素在其中所起的作用。

巴菲特举例说，总体来看，1990 年美国那些比较大的零售业都相当惨淡，尤其是单价昂贵的商品销售更是困难。可是请大家不要忘了，波仙珠宝公司在埃克·弗里德曼（Ike Friedman）的领导下，硬是逆势增长了 18%。无论波仙珠宝公司分店还是总店，都达到了这样的增长速度，并且波仙珠宝公司从过去到现在一直这样。这就充分说明了埃克·弗里德曼高超的管理才能。

巴菲特非常感叹地说，他自己实在不敢相信这些事实。因为绝大多数最高级的珠宝店都是私人经营的，像埃克·弗里德曼这样的经理人为伯克希尔公司打理企业居然也能取得这样高的成长率。在巴菲特看来，除了纽约的 Tiffany 以外，全美国所有的珠宝店没有一家能比得上波仙珠宝公司了。

那么，埃克·弗里德曼又是如何来经营波仙珠宝公司的呢？巴菲特介绍说，波仙珠宝公司在奥玛哈当地的市场占有率一直非常高，可是奥玛哈及其周围地区只有 600 万人口，所以必须向外拓展。所以，波仙珠宝公司把来自非洲中西部地区的业务作为开拓重点，许多客户都是慕名而来上门选购，当然也有一部分是通过邮购选购的。这样，波仙珠宝公司基本上不用费力地去推销业务，所以可以大大降低成本，利润率也有了切实保证。

这些客户通常都会自己指定一些品质和价位，比如选购单价一两万美元的绿宝石。而波仙珠宝公司接到这样的要求后，会送上 5 到 10 个不同的花色品种供他们挑选。1990 年，波仙珠宝公司共寄出 1500 种这样的组合，每种组合的价格从 1000 美元到几十万美元不等。

在客户没有付钱的时候，波仙珠宝公司又是凭什么来把这些贵重样品寄给那些从来没有见过面的顾客的呢？

巴菲特介绍说，为了避免信用风险，伯克希尔公司通常会从熟人郑重推荐的名单中选择一部分邮寄对象。而这种做法，埃克·弗里德曼在几十年前就这样采用了，这简直可以说是他的一种创举。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而对于大家最担心的珠宝寄出去后会不会存在收不回来的问题，巴菲特介绍说，至少到目前（1990年）为止，还没有出现因为客户不诚实而遭受损失的情形。

巴菲特自豪地说，波仙珠宝公司之所以能采取这样的营销方式，之所以能吸引全球范围内的高端客户，无疑是因为信誉和价格低的缘故。要知道，珠宝行业的平均成本在40%，而波仙珠宝公司只有18%。这些成本包括进货成本和仓库保管，所以它能以同行无法达到的价格进行销售，从而持续扩大市场占有率。

而销售价格的降低，又会吸引越来越多的消费者，迫使公司的采购数量进一步增加。相比之下，波仙珠宝公司的采购量相当于同行的10倍，这样就使得它的进货成本能够进一步降低。进货数量庞大，种类齐全，再加上贴心服务，这样就在同行业中创出了名气。

不仅如此，而且“虎父无犬子”——除了埃克·弗里德曼以外，他的老婆、儿子、女儿、女婿在公司业务忙的时候也会过来帮忙，另外还请不要忘了高龄89岁的老祖母，每天都要坐镇在那里，手里捧着一张华尔街日报。

巴菲特由衷地说，相比而言，那些下午5点钟就打烊关门的企业，又怎么能和像埃克·弗里德曼家族这样投入的企业相比呢？

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，对于同样的业务经营来说，公司管理层尤其是最高经营者是否投入以及如何投入，是决定该公司在同行中能否一枝独秀的重要原因。他以波仙珠宝公司的成功案例，充分证明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 亲自考察而不是道听途说

我和查理·芒格对世界百科全书特别感兴趣。事实上，我读他们的书已有25年历史，现在连我的孙子都有一套，它被所有的老师、图书馆与读者评选为最有用的百科全书，而且它的售价比同类型的书便宜。这种物美价廉产品的结合，使得我们愿意以该公司提出的价格进行投资，尽管直销业近几年来表现并不出色。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。他说，关于这一点，投资者应当有充分的了解，并且最好是亲自考察而不是根据道听途说加以判断。

巴菲特在伯克希尔公司1985年年报致股东的一封信中说，1985年伯克希尔公司投入3.2亿美元收购了斯科特·费策公司，这桩购并案反映了伯克希尔公司收购企业的典型特征：业务易懂，规模够大，管理良好，很会赚钱。他特别指出，这桩收购案是基于他对该公司业务了解基础上进行的。

巴菲特说，他和查理·芒格都对斯科特·费策公司的世界百科图书业务很感兴趣。事实上，巴菲特阅读世界百科全书已有25年历史了，不但他自己读，而且现在连巴菲特的小孙子也都有一套自己的世界百科全书。所有的老师、图书馆、读者都把它看做是最有用的百科全书，这就注定了该业务在同类市场中不可动摇的地位。更不用说，它的价格还比同类书籍更便宜。正是因为这些优势，使得伯克希尔公司很愿意按照对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方提出的收购价格购并斯科特·费策公司，因为它值这个价钱。

巴菲特说，斯科特·费策公司除了世界百科全书外，另外还有16项业务，年销售额在7亿美元左右，其中很多业务是这个行业中的领导者，所以投资回报率相当高。例如克比家护系统、空气压缩机、瓦斯炉等，都是行业中的知名品牌。世界百科全书的销售额大约占斯科特·费策公司总销售额的40%，属于该公司的主营项目；与同行相比，世界百科全书的销售额比其他4家同行加起来总的销售额还要多。

对于巴菲特一直十分关注的公司管理层，他也感到很满意。他说，担任斯科特·费策公司总裁已经9年的拉尔夫·舒伊（Ralph Schey），当年他上任时公司一共有31项业务，是他大刀阔斧地把一些不合适或者不赚钱的业务合并处理掉的，显示出他在资本分配方面的非凡能力。

早在伯克希尔公司收购斯科特·费策公司前的1984年，就传出该公司要对外出售的消息。为了吸引购买者，一家投资银行用好几个月的时间为斯科特·费策公司编制了一幅美丽远景，后来终于在1985年被股东大会通过。有意思的是，到了最后节骨眼上，却因为某种原因该出售计划被搁置下来。而巴菲特在报上看到这条消息后，专门写了一封短信给拉尔夫·舒伊，问他有没有兴趣和伯克希尔公司接触一下。

巴菲特说，当时他并没有见过拉尔夫·舒伊，但是对斯科特·费策公司的业务经营非常欣赏。关于这一点，可以从他前面所说的他已经读了25年世界百科全书、他的孙子们也都有一套属于自己的世界百科全书中加以佐证。这实际上表明，巴菲特已经对该公司做了间接的企业考察，认为该公司完全符合伯克希尔公司的投资理念。

这封短信送出后不久，巴菲特和查理·芒格就在芝加哥与拉尔夫·舒伊见了面，并且在一星期后正式签订了购并合约。

巴菲特高兴地说，伯克希尔公司1985年收购斯科特·费策公司后业务规模有了迅速膨胀，再加上保险业务的业绩增长，预计1986年的销售额将会超过20亿美元，相当于1985年的2倍。

巴菲特特别指出，伯克希尔公司收购斯科特·费策公司，充分说明伯克希尔公司的投资具有随意性，因为在这方面原来并没有任何特定的策略和计划，也没有专门的人来研究别人提供的购并方案，可谓一切顺其自然。不过，这种顺其自然并不是随心所欲，完全是建立在对该公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其管理层认真考察基础之上的，所以这样的投资成功率更高。

巴菲特在伯克希尔公司1985年年报致股东的一封信中说，他可以用一则小故事来说明投资者考察投资对象、而不是道听途说的重要性。

他说，投资者如果认为企业高级管理人员、企业经验丰富的专业人员会成为金融市场稳定的理性力量就大错特错了。要知道，符合上述标准的股票价格通常偏高，投资价值大打折扣。

他说，他的老师格雷厄姆早在40年多前就讲过这样一则故事：有一位老石油开发商去世后，在天堂门口遇到了上帝，上帝告诉他说有一个好消息和一个坏消息，你要听哪一个？他说，我两个都要听。于是上帝就首先把好消息告诉他说，他有资格进入天堂；然后又把坏消息告诉他说，天堂里已经没有位置容纳这位石油开发商了，所以他只能下地狱。

老石油开发商说，既然这样，请允许我在下地狱之前能够和住在天堂里的那些老朋友们打个招呼吧。上帝想，这也没什么，反正天堂的门是锁着的，你也进不去，所以就答应了。

只见石油开发商对着天堂门口大喊一声："地狱里发现石油啦！"话音刚落，原来住在天堂里的那些石油开发商们争先恐后地往地狱奔去，一下子就让出了许多空位。上帝对老石油开发商说，你真厉害，现在你可以住进去了。可是老石油开发商停顿了一下后说，不，我还是跟他们一起去地狱比较好，既然他们都相信地狱里有石油，说不定是真有呢。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资股票一定要亲自考察，而不是被传言左右。这种考察既可以是考察企业，也可以是考察产品，反正你必须对它的业务经营和产品服务有深入了解，这样的投资才会感到踏实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 没有最好，只有更好

星辰家具的交易有个相当有趣的故事，每当我们涉足一个原本我们不熟悉的产业，我都会习惯性地问一问新加入的合作伙伴："除了你们以外，还有没有像你们一样的企业？"早在1983年我们买下内布拉斯加家具中心时，我就问过罗丝·布拉姆金夫人家族这个问题。当时她告诉我，全美国其他地方还有3家不错的家具零售商可以考虑。不过很可惜，在当时没有任何一家有出售的意愿。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其经营业务要容易理解，业务过于复杂其中就可能蕴藏着投资风险。不但如此，投资者在考察该公司经营的业务时还应当精益求精，因为任何事情没有最好、只有更好。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，1997年伯克希尔公司收购的星辰家具公司、国际乳品皇后公司完全符合预定标准，它们不但产业性质单纯、拥有绝对的竞争优势，并且都是由明星经理人来打理的。

当谈到收购星辰家具公司时，巴菲特掩饰不住内心的激动，因为这起收购案例能够更好地反映巴菲特收购企业时的一着妙棋：永远追求最好。

巴菲特说，在收购星辰家具公司时有一个相当有趣的故事。大家都知道，在伯克希尔公司每当进入一个原来不熟悉的行业时，巴菲特都会习惯性地问一问对方，在你们这个行业中除了你们以外，还有没有像你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们一样优秀的企业？

他说，这种做法早在 1983 年收购内布拉斯加家具中心时就用过了。当时他问罗丝·布拉姆金夫人这个问题时，罗丝·布拉姆金夫人告诉他说，在美国其他地方还有 3 家很不错的家具零售商可以考虑收购，不过很可惜的是，当时 3 家公司没有任何一家想出售。

多年以后，罗丝·布拉姆金夫人家族得知上述 3 家公司中的一家名叫威利家具公司（R. C. Willey）的企业有意出售时，马上就把消息转告给了巴菲特。而巴菲特也立刻抓住良机，促成了这笔交易。因为巴菲特不但看好该公司的经营业务，而且特别欣赏该公司明星经理人比尔·蔡德（Bill Child），所以对这次收购感到非常满意。

而当巴菲特收购威利家具公司后，他得陇望蜀地如法炮制，继续请比尔·蔡德推荐一家同行业内的优秀企业。结果，比尔·蔡德推荐的名单和过去罗丝·布拉姆金夫人推荐的一样，其中就有一家是位于休斯顿的星辰家具公司。遗憾的是，星辰家具公司并没有出售意愿。

又过去了一年多，时间到了 1997 年上半年的一个星期四，所罗门公司的董事长向巴菲特透露说，星辰家具公司的大股东兼总裁梅尔文·沃尔夫（Melvyn Wolff）想找他谈判。于是，巴菲特邀请梅尔文·沃尔夫双方见个面，最好是到伯克希尔公司总部来考察一下，了解一下伯克希尔公司的经营理念。而在这次会面中，巴菲特照例看了一下星辰家具公司的财务报表，发现和他原来想象中的完全一样优秀。

几天之后，巴菲特去纽约和梅尔文·沃尔夫见面，前后只用了 2 个小时会谈就敲定了整个交易项目。正如伯克希尔公司原来收购内布拉斯加家具中心和威利家具公司一样，巴菲特这一次也没有去星辰家具公司核实和检查各项具体工作。因为他坚信，企业如果有一位杰出的明星经理人在打理，并且这个人又很正直，这些就是多此一举。

巴菲特经过考察星辰家具公司后了解到，虽然梅尔文·沃尔夫家族和星辰家具公司的关系可以追溯到 1924 年以前，而实际上，星辰家具公司直到 1962 年梅尔文·沃尔夫和他的姐姐接手经管时，公司业务才有真正的起色。

巴菲特说，现在 35 年过去了，星辰家具公司已经拥有 12 家分店，其中 10 家在休斯敦，还有 2 家在奥斯丁与拜伦，另外还有一家正准备开

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张营业。看到这样的业务发展势头，他非常乐观地表示，如果该公司在未来10年内以成倍速度扩张，他一点也不会感到意外。

那么，巴菲特为什么会有如此底气呢？他说，从下面一则小故事中你就能看出他们的经营理念和经营方式一定会保证公司业务蒸蒸日上。

巴菲特介绍说，就在伯克希尔公司正式收购星辰家具公司的消息传出后，星辰家具公司公布了一则通知，将给过去所有帮助过该公司取得成功的人士支付一笔巨额报酬，范围包括该公司所有员工。

这一举措让巴菲特十分感动。要知道，根据收购合约交易内容的规定，要给这些人发放巨额奖金，这笔钱将完全由梅尔文·沃尔夫和他的姐姐两人的口袋里自己掏出来，根本不可能由购并前的星辰家具公司支付，更不可能由购并后的星辰家具公司来负担。

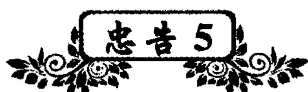
1997年7月1日，伯克希尔公司正式收购星辰家具公司。而在接下来的几个月里，原来经营状况就非常不错的星辰家具公司销售额又有大幅度增长。而这一切在巴菲特看来，实在是没有一点悬念。

巴菲特在伯克希尔公司1989年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司1989年收购波仙珠宝公司，重要原因之一也是因为看中埃克·弗里德曼这个明星经理人，不但经营才能高超，而且品德高尚。有句老话说，你不懂珠宝没关系，但一定要有认识的珠宝商，这句话非常有道理。无论你买下一颗小小的钻石还是整个珠宝店，道理都是一样的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者考察公司经营业务和公司管理层时要追求精益求精，没有最好，只有更好。也就是说，当你准备投资某只股票时至少要问一问，还有没有和这家公司一样优秀甚至比它更优秀的股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司要有一条经济护城河

★ 经济护城河是一种竞争优势

对于投资来说，关键不是确定某个产业对社会的影响力有多大，或者这个产业将会增长多少，而是要确定任何所选择的一家企业的竞争优势，而且更重要的是确定这种优势的持续性。那些所提供的产品或服务具有很强竞争优势的企业能为投资者带来满意的回报。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。

巴菲特在 1999 年给《财富》杂志撰写的文章中认为：投资的关键是要看这家企业是否具有竞争优势，并且这种优势是否具有持续性。只有该企业提供的产品和服务具有很强的竞争优势，才能给投资者带来满意的回报。至于该公司所在行业对社会的影响力有多大，整个产业将会增长多少倒不是最关键的。因为归根到底，你投资的是一家具体的上市公司，而不是整个行业。

巴菲特非常重视考察投资对象是否具有竞争优势，他把这种竞争优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势壁垒比喻成保护企业经济城堡的护城河。

他毫不讳言地说，“我们喜欢拥有这样的城堡：有很宽的护城河，足以抵挡外来的闯入者——有成千上万的竞争者想夺走我们的市场。我们认为所谓的护城河是不可能跨越的，并且每一年我们都让我们的管理者进一步加宽他们的护城河，即使这样做不能提高当年的盈利。我们认为我们所拥有的企业都有着又宽又大的护城河。”

在 2000 年 4 月举行的伯克希尔公司股东大会上，巴菲特在回答企业竞争优势研究权威、哈佛大学商学院教授迈克尔·波特提问时说，企业持续竞争优势的分析和判断，是股票投资中最关键的环节。

他说，长期的可持续竞争优势是任何企业经营的核心，而要理解这一点，最佳途径就是研究、分析那些已经取得长期的、可持续竞争优势的企业。

那么，巴菲特又是怎样来做到这一点的呢？

有一次他和一群学生交流时说，在某一个时期内，他会选择某一个行业，从而对其中的六七家企业进行仔细研究。这种研究是通过独立思考来得出结论的，而不是听取任何关于这个行业的陈词滥调。

例如，巴菲特要研究一家保险公司或纸业公司，通常的方法是他会把自己沉浸于想象之中，想象自己如果刚刚继承了这家公司，并且这家公司是整个家族准备永远持有的唯一财产，这时候自己会如何管理这家公司，应该考虑哪些因素的影响，主要的担心是什么，竞争对手是谁，客户在哪里……

为了找到这一系列答案，他会走出办公室与别人交流、探讨，然后从与别人的谈话中得出结论，发现该企业和其他同行相比优势在哪里、问题又在哪里。

他说，如果你能进行这样一番分析研究，那么完全可以说，你比这家公司的管理层更深刻地了解该公司。

巴菲特最喜欢把可口可乐公司、吉列公司作为具有经济护城河的典范。他在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，可口可乐公司和吉列公司近年来不断增加全球市场占有率，品牌的巨大吸引力、产品的出众特质、销售渠道的强大实力等，都使得它们拥有超强的竞争力，这就好像在它们的经济城堡周围形成了一条护城河。

相比之下，其他公司由于没有这样一条经济护城河，所以不得不在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有任何保障的情况下浴血奋战，情况当然就要困难得多了。

可以说，巴菲特对价值投资理论的最大贡献就是意识到了经济护城河的作用和价值。尤其是在 1929 年经济大萧条之后，当他的老师本杰明·格雷厄姆小心翼翼地寻找以资产价值为基础的安全边际时，巴菲特对经济护城河和特许经营权价值的挖掘，极大地拓展了价值投资内涵。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的那些经理人特别专注于拓宽经济护城河，并且乐此不疲，在这方面表现得才华横溢。究其原因在于，这些经理人对他们的企业充满热情。

要知道，在伯克希尔公司收购这些企业之前，这些经理人往往已经管理这家公司很长时间了。伯克希尔公司收购这些企业后，唯一要做的就是继续坚持原来的方向，让这些经理人继续拓宽经济护城河，从而使得这些投资对象的竞争优势越来越大。

巴菲特幽默地说，这些人的态度与一位成为商业大亨独生女儿的乘龙快婿的年轻小伙子截然相反——在婚礼刚刚结束之后，这位商业大亨把女婿叫过来说，孩子啊，现在我们已经成为一家人了，你就是我一直在寻找的产业继承人。你看，这是我公司 50% 的股权，从现在开始，你就是和我平起平坐的合伙人了。而这位乘龙快婿说，谢谢你，岳父大人。可是当商业大亨要他负责公司销售、人事管理等业务时，他一样也拿不起来，反而一味地催促岳父大人“买断”他那 50% 的股权。

巴菲特举这个例子是想说明，经济护城河这种竞争优势主要应该依靠公司管理层来争取和扩大的，伯克希尔公司旗下的那些经理人之所以优秀，表现之一就在于善于不断扩大经济护城河，而不是躺在那里吃老本，这是他感到最满意的地方之一。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，经济护城河是企业的主要竞争优势之一。谁投资股票不想投资具有竞争优势的企业呢？所以，寻找具有经济护城河的投资对象，是投资者理所当然应当首先考虑的事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 经济护城河的实质是安全边际

你们不要忘记，经营企业如同守城，应当先考虑挖一条深沟，以便将盗贼隔绝在城堡之外。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。

巴菲特曾经多次介绍说，他的成功经验主要是避开投资风险。每隔两年，巴菲特就要给伯克希尔公司旗下的那些经理人写一封信，长度不超过两页，但其中必定会有这样一句忠告："你们不要忘记，经营企业如同守城，应当先考虑挖一条深沟，以便将盗贼隔绝在城堡之外。"

他进一步阐释说，我们不一定要具备杀死恶龙的本领，只要躲开它远一点就可以做得很好了。

虽然外界并不赞同巴菲特的这种自我评价，纷纷认为巴菲特的成功秘诀主要在于"价值投资"而不是"价格投资"，因为他在投资股票时关注的只是企业的内在价值而不是股票价格，但毫无疑问，巴菲特有关投资那些拥有长期经济发展远景并且具有很强竞争优势的企业，这样的股票投资确实是很安全的。

在巴菲特看来，经济护城河的实质就是安全边际。企业城堡如果有了这样一条护城河，那么"盗贼"也就比较容易隔离在城堡之外。

例如，巴菲特当初投资可口可乐公司时，别人是颇有些非议的。因为当时可口可乐公司的股票价格已经太高，在一般人眼里这样的股票价格已经没有投资价值了，可是巴菲特看到的是该公司具有一条经济护城

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

河，认为这时候投资该公司仍然是“安全”的，至少在今后相当长的一个时期内，可口可乐公司在全球饮料领域的霸主地位依然不可取代。事实证明，他的判断是正确的，同时也证明了他的经济护城河理论的正确性。

类似于可口可乐公司这种具有经济护城河的投资对象，在伯克希尔公司还有康菲石油公司、吉列公司等一大批。

正因如此，伯克希尔公司在这次金融海啸中虽然同样遭受了巨大损失，可是与同行相比，与美国股市的整体下跌幅度比，还是比较轻的。

举例来说，在伯克希尔公司旗下的70多家控股企业中，除了汽车保险商吉科（Geico）公司的盈利水平下降得特别厉害外，其他企业的经营业绩与美国华尔街上那些投资人的投资对象相比，仍然可以证明巴菲特无愧于“最伟大投资人”称号，这也是2008年巴菲特以390亿美元的个人资产依然当选为全球首富的主要原因。

在巴菲特的老师本杰明·格雷厄姆眼里，安全边际是价值投资的核心概念，他把安全边际放在整个价值投资体系中至高无上的地位。

本杰明·格雷厄姆曾经说，如果要对价值投资做最好的解释，大概只有“安全边际”这几个字最合适了。而在巴菲特看来，经济护城河的实质就是安全边际，这是巴菲特取得投资成功的三大法宝之一。

所谓安全边际，是指该股票内在价值与价格相比被低估的程度和幅度，或者叫该股票实质价值或内在价值与价格的顺差。就是说，只有当该股票的内在价值低于价格时，才有所谓的安全边际，这时候的投资才是安全的。相反，如果内在价值高于价格，这时候就没有所谓安全边际，或者说安全边际是负的。

明确了这一点就容易看到，巴菲特在寻找投资对象时，总是千方百计寻找具有安全边际的投资对象，其主要依据之一就是看它是否有一条经济护城河。这条经济护城河的河面越宽、安全边际就越大，投资这样的股票就越安全。虽然安全边际不能保证投资者不造成损失，但这种情况下造成损失的机会要比获利机会小得多。

应当指出的是，无论经济护城河也好，安全边际也好，一方面，这本身也是一个非常模糊的概念；可是另一方面，概念虽然模糊，却并不影响投资者对它的判断。虽然这种判断和评估完全主观，更何况，经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

护城河和安全边际本身也是处于动态变化过程之中的，但它依然是投资者值得重视的地方。

一般认为，安全边际在处理以下投资事项时比较有价值：一是投资一些比较稳定的证券如债券、特别股时，比较方便分析和判断；二是在对两个或两个以上的投资对象进行比较时，比较容易甄别；三是如果股票内在价值和它的价格之间相差足够大，那么傻瓜也能看出来。

从理论上说，投资者投资股票的安全边际越大越好，但事实上安全边际越大的股票越少，至少也可能被别人捷足先登了。怎样来解决这个矛盾呢？巴菲特的经验是要有耐心，要沉得住气。

所以你容易看到，巴菲特的工作是十分清闲的，每年买卖不了几只股票，而不是像那些散户那样整天忙进忙出，到头来还是一场空。归根到底，这种忙忙碌碌带有非常大的盲目性，根本没有考虑经济护城河问题。

巴菲特从他的老师本杰明·格雷厄姆那里学到两条原则：第一，永远不要亏损；第二，永远不要忘记第一条。巴菲特在选择投资对象时把该股票是否拥有经济护城河和安全边际，摆在该股票是否优秀的前面。

他说，他的投资策略持续有效的前提，就是可以用具有吸引力的价格买到具有吸引力的股票。对于投资者来说，如果买入一家优秀公司所支付的价格过高，将会抵消这家优秀企业未来10年创造的价值。

可以说，巴菲特的这句话对中国投资者来说尤其具有警醒作用。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，经济护城河的实质就是安全边际。如果某股票不具备安全边际，这样的投资就是不安全的，也是不值得投资的。而要做到这一点，就需要具备极好的耐心，善于等待机会的出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 安全边际比价格高低更重要

在格雷厄姆《聪明的投资者》的最后一章中，很强烈地驳斥了这种匕首理论。如果要将稳健的投资浓缩成四字箴言，那就是“安全边际”。在读到这篇文章的42年后，我仍然深深相信这四个字，没能注意到这个简单原则的投资者在1990年代开始就会慢慢尝到造成损失的痛苦。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。他认为，与买入股票的价格高低相比，该股票是否具有安全边际更重要。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，在他的老师本杰明·格雷厄姆《聪明的投资者》一书的最后一章中，把稳健的投资归纳为“安全边际”。在他读到这篇文章42年后的今天，他仍然非常相信这个观点。而那些不重视这个简单原则的投资者，在20世纪90年代开始就会慢慢品尝到投资造成损失所带来的痛苦了。

巴菲特介绍说，伯克希尔公司1990年的主要投资组合变动就是增加了RJR Nabisco债券。对于伯克希尔公司来说，平时很少买银行股，很少购买等级以下债券。因为伯克希尔公司的投资原则是，必须对自己即将投资的股票有相当了解，同时股票价格和内在价值之间要有相当大的差距。

在这以前，伯克希尔公司曾经有过几次投资等级以下债券获得成功的先例，但这些债券基本上是因为发行债券时等级并不低，只是因为后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来公司出现了问题被降低了等级。可是从 20 世纪 80 年代开始，各种各样的垃圾债券越来越多，最终变成了名副其实的“垃圾”，伯克希尔公司对这些不具备安全边际的证券，就变得小心翼翼了。

巴菲特警告说，有些投资者认为，这些垃圾债券正因为“垃圾”、存在着发生崩盘的危险，所以它们的经理人会更加专注于经营，从而使得这些公司起死回生。可是巴菲特说，这颇有一点像驾驶着一辆轮胎上插着一把匕首的破汽车。这时候你完全可以相信驾驶员一定是小心翼翼地开车的，可是他却不能避免马路上有一个小坑或一小块冰，这些微不足道的事情足可以造成致命车祸。

巴菲特的意思是说，无论你买入的股票价格高低，如果该公司不具备安全边际，没有经济护城河，那么随时随地都可能在与同行的激烈竞争中败下阵来，从而给你的投资造成损失。所以，投资者千万要小心。

巴菲特在伯克希尔公司 2007 年年报致股东的一封信中说，2007 年伯克希尔公司投资的股票业绩表现总的来说是满意的，其中持有市值最大的四家公司中，有三家公司表现相当不错，它们分别是美国运通公司，每股收益增长了 12%；可口可乐公司，每股收益增长了 14%；宝洁公司，每股收益增长了 14%。第四家公司富国银行，由于受次贷危机影响，收益有所下降，但在巴菲特看来，它的内在价值仍然是增加的，虽然增加幅度可能并不是太大。

巴菲特说，虽然上述公司的每股收益增长情况不错，可是他依然坚持认为，任何时候都不要以投资对象的市场价格来衡量投资业绩。相比之下，他宁愿采用两条自己制定的标准来衡量投资业绩：一是在扣除整个行业预期增长率后，看一看它的实际收益增长有多大；二是看看它的经济护城河在这一年里有没有变得更宽。

巴菲特特别强调，虽然后一条标准带有主观色彩，但却是非常重要的。如果该公司的经济护城河变得更宽了，表明它让它的竞争对手日子变得更难过，相比而言，它自己的竞争优势就更加明显了。

他说，如果用上述两条标准来衡量上面所提到的 4 只股票，它们无疑都是能得分的。

巴菲特说这一番话，实际上从一个侧面告诉读者，巴菲特衡量股票的标准究竟是什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，巴菲特又以投资中国石油 H 股对此作了说明。他说，2002 年和 2003 年，伯克希尔公司先后投入 4.88 亿美元买入中国石油公司 1.3% 的股权。按照这个价格进行推算，中国石油公司的价值应该在 370 亿美元左右。然而到了 2007 年，由于国际原油价格的显著攀升，再加上中国石油公司管理层在石油和天然气储备方面所做的工作，该公司的内在价值得到大大提高，据巴菲特估算，2007 年下半年该公司的价值应该在 2750 亿美元。

如果换了其他投资者，手中拥有的中国石油股票价格上涨了应该是好事，可是在巴菲特看来，这却使得它的经济护城河由此变得狭窄了。所以，巴菲特当机立断，把手中拥有的中国石油 H 股全部卖出，卖了 40 亿美元。这表明，伯克希尔公司投资中国石油 H 股一共赚了 35.12 亿美元，投资回报率高达 7.2 倍（含税）。

巴菲特不无自豪地说，伯克希尔公司从这笔交易中一共向美国税务局缴纳了 12 亿美元税金，大约可以供应美国政府包括国防、社会保障等所有费用在内运作 4 小时。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股票的安全边际比买入该股票的价格高低更重要。他以投资中国石油 H 股为例，随着中国石油 H 股价格不断攀升，他认为该股票的安全边际在不断缩小，所以这时候就到了该出货的时候了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 学会怎样考察经济护城河

一家真正伟大的公司必须要有一道“护城河”来保护投资获得很好的回报。但资本主义的“动力学”使得任何能赚取高额回报的生意“城堡”，都会受到竞争者重复不断的攻击。因此，一道难以逾越的屏障，比如成为低成本提供者，像政府雇员保险公司或好事多超市，或者拥有像可口可乐、吉列公司、美国运通公司这样享誉世界的强大品牌，才是企业获得持续成功的根本。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。

那么，怎样才能考察和评价经济护城河呢？巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中举例说，像政府雇员保险公司和好事多超市，或者可口可乐公司、吉列公司、美国运通公司等，他们都享有饮誉全球的强大品牌，并且又都是低成本提供者，这些就是一道道难以逾越的屏障，即经济护城河，是企业持续取得成功的根本。

经常阅读伯克希尔公司年报的读者容易看出，巴菲特眼里的经济护城河，与他每年在年报中提出的伯克希尔公司对收购对象的标准非常接近。换句话说，伯克希尔公司收购的企业都必须具有经济护城河。

例如，巴菲特经常提到的收购标准是：经营业务容易理解；具有持续发展潜力；有一个值得信赖、有能力的公司管理层；有一个具有吸引力的买入价格。而所有这些，实际上都是该公司具有经济护城河才可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的外在表现。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，随着通用再保险公司的加入以及政府雇员保险公司业务的突飞猛进，大家非常有必要增加一些对如何评估保险业务的了解。实际上，巴菲特这里就提到了如何评估经济护城河的问题。因为在他看来，保险业在这方面具有天然的竞争优势。

巴菲特说，在这里最关键的因素：一是保险行业所能产生多少数量的浮存金；二是取得这些浮存金需要付出多大的成本；三是上述因素从长远来看发展趋势如何。

所谓浮存金，是指保险公司首先会向客户收取保费，而这时候到客户产生损失真正需要保险公司理赔还有一段时间，所以，在此期间保险公司可以把这笔资金暂时用作投资。

在巴菲特看来，浮存金多少及其成本高低，是衡量保险公司经济护城河高低的一个重要指标。所以，他每年在伯克希尔公司年报中都会重点谈到这个问题。

不过显而易见，保险公司在取得浮存金时必然要付出代价，而且有时候保险公司收取的保费还不够支付理赔费用和损失，这就形成了浮存金的成本。从长期看，只有当浮存金成本低于收入时才有价值。

巴菲特认为，每一家上市公司的经济护城河是不同的，投资者的理解角度和能力也不一样。当你要投资一家股票时，你就要把你的企业看做是一座城堡，城堡四周是一条护城河。当然，这条护城河是越深越好、越宽越好，里面有鳄鱼也不用怕。这样，你的投资就安全了。

巴菲特说，投资者对于自己所了解的一切企业，都可以画一个圆圈把它圈起来。重要的不是你的圆圈有多大，而是你对画在圆圈里的企业有多少了解。

他的意思是说，投资者不要追求圆圈有多大，而应该追求透彻了解划入圆圈中你所要准备投资的股票。这样，这只股票有没有经济护城河、经济护城河究竟有多大，从长远来看能否持续下去，就全都暴露在光天化日之下。如果上面三个条件都符合，那么这必定是一只非常具有投资价值的股票。

巴菲特在伯克希尔公司 2007 年年报致股东的一封信中说，在商业发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展史上充满了“罗马烟火筒”（Roman Candle）般光彩炫目的公司。

意思是说，这样的企业看起来有一条深不可测的护城河，可是到最后被证明这只是一种幻觉，很快就被竞争对手跨越过去了。这就引出了另一个话题，那就是对经济护城河有一个“持续性”的评判。

巴菲特自己是怎么来判断持续性的呢？在这里，他依然坚持他的一贯原则：只投资自己能够了解的企业。这样，许多处于迅速发展、不断变化中的行业和公司就都被他排除在外了。他的观点是：“一道需要不断重复开挖的护城河，最终根本就等于没有护城河。”

除此以外，巴菲特虽然非常赞赏明星经理人在企业中所起的作用，可是他又特别担心这一点。他说，任何一个令竞争对手感到恐惧的明星经理人，对任何企业来说都是一笔巨大的无形资产，可是如果一个企业只能依靠这位明星经理人才能创造出巨大业绩来，那么这个企业也就称不上是好企业。就好比有一家合伙型医疗机构，如果这家医院的经营业绩非常好，可是经营收入的来源主要是因为该医院有一个当地最好的外科医生，那么这家医院依然是非常危险的。

对于这家医院来说，这位著名外科医生就是一条经济护城河，可是如果外科医生一跳槽，这条经济护城河马上就消失了。所以，巴菲特不会投资这样的股票，而会寻找那些在稳定行业中具有长期竞争优势的企业，觉得这样的投资对象其经济护城河比较可靠，不用年年去修。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者学会怎样考察经济护城河非常重要，而且一定要注重它的持久性。当初他购买伯克希尔纺织公司这家烟蒂型企业，就是因为没有经济护城河最终导致倒闭，从中得到了惨痛的教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 成本过高往往是灾难的先兆

美国航空的营收受到毫无节制的激烈价格竞争而大幅下滑的同时，其成本结构却仍旧停留在从前管制时代的高档。这样的高成本结构若不能找到有效解决办法，将成为灾难的前兆，不管以前航空业曾经享有多么辉煌的历史。如果历史可以给人们所有的答案，那么福布斯 400 大富翁不就应该都是图书馆员了吗？

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。如果你投资的股票营运成本过高，那往往就是灾难发生的先兆。

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，1989 年伯克希尔公司投入 3.58 亿美元在美国航空公司年利率为 9.25% 的特别股上，满以为有足够的胜算把握，可是没想到犯了一个大错误。

巴菲特承认，过去他非常喜欢并且崇拜美国航空公司总裁 Ed Colodny，直到现在（1996 年）也是如此。但由于自己对美国航空业的分析研究过于肤浅，主要是没有充分看清该公司的经济护城河，并且又过分相信该公司历年来的盈利能力，甚至可以说受到了蒙蔽，再加上迷信特别优先股对投资者的保护作用，结果忽略了最关键的一点。

巴菲特在这里所说的最关键的一点，是指美国航空公司的成本结构仍然停留在以前管制时代的高水平，可是其营业收入却因为受到激烈的价格竞争而大幅度下滑。营业收入下滑是整个行业的事，美国航空公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无法独善其身；可是在这种情况下，如果不能降低运营成本，那么灾难也就无法避免了，而无论该公司以前有过多么辉煌的历史。

巴菲特引用维京亚特兰大航空公司老板 Richard Branson 的话说，有人问要怎样才能成为一个百万富翁，其实很简单。首先是你要成为一个亿万富翁，然后就是买一家航空公司，由于航空公司不断亏损，所以最终你的投资会慢慢变小，从亿万富翁变成百万富翁!

巴菲特说，航空公司要使得成本结构合理化，就必须大幅度修改员工劳动合同，降低劳动工资，而这一点又是很难做到的。除非企业面临倒闭或者真的倒闭了，否则很难找到合适的理由来修改劳动合同。

例如，就在伯克希尔公司投资美国航空公司特别股之后不久，该公司的营业收入和支出的缺口就突然开始大幅度扩大，在 1990 年至 1994 年累计亏损 24 亿美元，几乎把所有普通股的股东权益损失殆尽。

而按照规定，即使这样，美国航空公司仍然需要继续向伯克希尔公司支付特别股股利。伯克希尔公司得到这样的特别股股利虽然说是应该的，但看到美国航空公司如此这般吃力也不忍心，再加上不看好该公司的发展前景，所以在 1994 年后把账面上有关美国航空公司特别股投资的价值调减了 75%——原来的账面价值为 3.58 亿美元，调整为 0.895 亿美元。巴菲特甚至一度考虑，准备以面额 50% 的价格出售这笔投资，当然最后并没有如愿出手。

巴菲特说，美国航空公司的成本过高是造成经营困难的主要原因。除此以外，整个航空业业务经营不理想也是一个重要因素。所以当初伯克希尔公司投资美国航空公司的股票就是错误的，所幸的是，巴菲特在投资美国航空公司所发生的一连串错误中，有一件算是做对了，那就是当初在签订特别股投资合约中增加了一条“惩罚股息”条款。

该条款规定，如果美国航空公司延期支付股息，必须支付 5% 的罚息。换句话说，美国航空公司如果在这两年困难时期不能如期支付 9.25% 的股息，那么两年后的支付比率就要上升到 13.25% 至 14% 的样子。这样，也就很好地保护了投资者利益，不至于因为美国航空公司的落难连累伯克希尔公司也两手空空。

巴菲特说，虽然到 1996 年下半年时美国航空公司随着整个航空业景气开始复苏而扭亏为盈，可是它的成本结构问题依然没有得到解决。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，巴菲特到底是巴菲特。即使遇到这样的投资失误，总体上看，伯克希尔公司从 1989 年到 1996 年从美国航空公司身上陆续得到的股息合计仍然高达 2.4 亿美元（其中包括 1997 年的 0.3 亿美元在内），与 3.58 亿美元的初始投资相比，已经是旱涝保收了。如果换了其他投资者不具备巴菲特这样“心狠手辣”的条款，说不定就会造成损失了。

因为投资对象的经营成本过高存在着巨大风险，所以读者容易看到，巴菲特尤其喜欢投资那些经营成本低的股票。归根到底，就是因为看中这样的投资对象具有更宽的经济护城河。

巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中说，内布拉斯加家具中心的成功秘诀和波仙珠宝公司十分相近，主要表现在三点：

一是经营成本足够低。例如，1990 年美国最大的家具零售商 Levitz 的经营成本占营业收入的 40%，美国著名家用电器销售商 Circuit City 的经营成本占营业收入的 25%，可是这个数字在内布拉斯加家具中心却只有 15%。

二是产品价格比同行低得多。由于内布拉斯加家具中心的经营成本低，所以它的销售价格可以比同行低许多，在企业竞争中处于非常有利的地位。巴菲特说，这一点实际上那些竞争对手也非常清楚，所以他们唯一的办法就是尽量让出这块地盘，不与内布拉斯加家具中心去竞争。

三是营业收入特别好。产品销售价格低，当然就会使得销售量大增，从而导致该公司进货成本更低，走上一条良性循环道路。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，经济护城河的类型之一就是经营成本要低。他从投资美国航空公司的案例中得出教训说，如果投资对象的经营成本过高，一旦遇到行业不景气或市场竞争激烈，就可能造成灾难性后果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 要特别关注低成本经营模式

政府雇员保险公司的成功没有任何深奥的道理，该公司的竞争优势完全拜其超低成本的经营模式所赐。低成本代表低售价，低售价自然能够吸引并留住优良的保险客户，而整个营业流程在满意的客户向他们的朋友推荐政府雇员保险公司时画下完美的句点。靠着客户的推荐，政府雇员保险公司每年至少因此增加100万张保单，占新接业务量的半数以上，也使得我们新接业务成本大幅度下降，从而又进一步降低了我们的成本。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。而确保经济护城河的方式之一，就是低成本经营模式。

巴菲特在伯克希尔公司1996年年报致股东的一封信中说，政府雇员保险公司的成功没有任何深奥的道理，它的竞争优势完全是由其超低成本的经营模式所带来的。低成本代表着低价格，低价格自然而然就能吸引住优质客户。依靠客户之间的推荐和口碑效应，政府雇员保险公司每年至少因此增加100万张保单，占到新增业务的一半以上。这样，就使得它与同行相比的新增业务成本有了大幅度下降，从而使得总成本也进一步降低。

巴菲特介绍说，自从伯克希尔公司1996年完全取得政府雇员保险公司的所有权后，就对它寄予了很高的希望。而现在看来，这些希望不但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全部实现了，甚至有点喜出望外的味道。

归根到底，政府雇员保险公司的成功要归功于低成本经营模式，而这种经营模式在1996年大放异彩。例如在过去的20年里，政府雇员保险公司的主动上门客户最高的一年增长了8%，可是这个数字在1996年却增长了10%。要知道，由于这些顾客是自动上门的，所以公司没有任何推广成本；更重要的是，这些自动上门的业务正是政府雇员保险公司的薄弱环节，是该公司今后开拓市场的重点区域。

巴菲特强调说，特别指出这一点非常重要。因为保险公司和其他企业一样，有些业务量的增长并不能带来利润的增长，这样的业务实际上可有可无。而这一块业务则截然不同，它在业务增长的同时，能够给企业带来相应盈利，这才是他更看重的。

不过话又说回来，巴菲特的目标绝不是仅仅增加几个利润，而是要通过利润的增加来进一步降低服务价格，让利于客户，进一步扩大业务规模、降低运营成本，拓宽经济护城河，最终实现良性循环。

巴菲特清楚地知道，这种低成本经营模式只是一种暂时优势，必须不断拓宽经济护城河，才能一步领先、步步领先。

因为你的这种经营模式同样会引来竞争者效仿，其他保险公司也同样可能加入直销行列的。政府雇员保险公司只有建立起相当大的规模，才能确保现在的经济堡垒牢不可破。为此，该公司采取的策略是，在市场占有率最高的地区进一步降低运营成本。因为在这样的地区开展业务，由于业务具有规模，所以更容易降低运营成本，实现良性循环。

巴菲特自豪地说，其实，政府雇员保险公司的这种低成本经营模式早在1951年就引起他的注意了。当时政府雇员保险公司的整个市场价值还只有700万美元，而45年过去后，1996年伯克希尔公司收购半个政府雇员保险公司的代价就高达23亿美元。

巴菲特透露说，伯克希尔公司完全收购政府雇员保险公司后，为了更好地发挥这种低成本经营模式的优势，必须充分调动公司管理层的积极性。为此，政府雇员保险公司几位主要经理人的报酬所得，主要看两大因素：一是主动上门的业务保单的增长率；二是一年以上的常规性保单的获利水平。由此及彼，伯克希尔公司准备在旗下其他子公司也推广这种做法，推出每年的员工盈余分配计划。所以，几乎所有员工都知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于他们来说什么事情最重要（怎样做才能得到更多奖赏）。

巴菲特非常赞赏的内布拉斯加家具中心，同样是低成本经营模式的典范。他在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，Des Moines地区的一份调查报告表明，当年内布拉斯加家具中心在该地区所有20家家具零售商中销售量排名第三。

巴菲特说，乍一听，这好像没什么了不起，可是如果你知道其他19家家具零售商都位于当地，只有内布拉斯加家具中心一家距离该地区130多英里远，就知道它有多么了不起了——Des Moines地区的客户本来没有必要跑那么远去专程选购内布拉斯加家具中心产品的，而现在他们宁愿大老远开车前往，就是因为它的价格具有极大吸引力的缘故。

巴菲特认为，发生这样的奇迹，都有明星经理人的功劳在内。1990年底内布拉斯加家具中心在店内摆设喜诗糖果公司的产品，本来只是一种试销，结果没想到在那里销售出去的糖果比喜诗糖果公司在加利福尼亚州的旗舰店还要多，这简直是零售业的一个创举。只要有罗丝·布拉姆金夫人在，内布拉斯加家具中心就没有什么不可能做到的事。

在这里，巴菲特感到欢呼的仍然是低成本经营模式。因为这种在家具店内销售糖果的做法，并不需要额外增加任何店铺费用和销售员费用。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，谁的成本更低，谁就能在市场竞争中拥有更多主动权。为此，伯克希尔公司投资的许多家企业都有一个共同特征，那就是低成本经营。在巴菲特看来，这样的上市企业周围有一条经济护城河。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不要被账面利润所迷惑

接下来是忏悔时间。如果当初我当机立断关掉通用再保证券部门，我确信可以为大伙省下税前 1 亿美元的损失。查理·芒格跟我当初在购并通用再保时就知道其证券部门很令人讨厌，只是当时账面上的盈余数字误导了我们。虽然我们总觉得这部门有极高的风险，且无法有效地衡量或限制；更有甚者，我们知道这部分所可能产生的任何重大问题，无论是金融或是保险方面，最最皆与伯克希尔公司其他营运隐含某些关联。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。不过要注意的是，经济护城河和盈利之间并没有等同关系，投资者不要受盈利水平的误导。

巴菲特在伯克希尔公司 2003 年年报致股东的一封信中说，当初伯克希尔公司在投资通用再保险公司时，就知道该公司的证券部门很令人头疼。只是看到当时账面上有那么多盈余数字，才产生了误导。要知道，该部门具有极高的经营风险，而且这种经营风险无法有效地加以制衡和限制。更有甚者，该部门无论金融或保险方面一旦产生重大问题，都会影响到伯克希尔公司其他部门的营运。

如果不是因为这种盈利数字产生误导，而是当初就当机立断关掉通用再保险公司的证券部门，据估计，伯克希尔公司就可以减少损失 1 亿美元（税前）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特回顾说，他自己分管的伯克希尔公司财务及金融商品部门管理着一些 AAA 级固定收益证券，过去几年来的获利状况还不错，这部分收益大约占资产负债表上已实现收益的 24%。从近年来的情况看，总的感觉还是比较满意的。可是，如果要谈到清理通用再保险公司的证券部门时，说起来就不是那么轻松了。归根到底，都是金融衍生产品害的。

2002 年初，伯克希尔公司开始着手清算通用再保险公司证券部门时，该部门流通在外的合约有 23218 份，交易对象多达 884 位。许多合约和交易对象连听都没有听说过，就更谈不上对它们的信用进行评估了。经过两年时间的清理，直到 2003 年末，伯克希尔公司仍然有 7580 份合约流通在外，涉及 453 个交易对象。

巴菲特介绍说，清理通用再保险公司证券部门的代价相当大。即使根据一般公认会计准则来进行评估，并且这两年的市场波动还很少，2002 年和 2003 年经过清理所造成的损失还达到 1.73 亿美元和 0.99 亿美元（税前）。如果市场波动较大或者发生金融危机，导致许多金融衍生产品无法兑现，那就非常惨了。

所以巴菲特总结说，投资者如果看到伯克希尔公司在处理金融衍生产品方面的经验，并且从房地美公司被揭发出大规模舞弊行为后，不再对会计准则过于迷信了，就表明变得聪明了。

因为归根到底，会计报表上列明的多少盈利，你并不知道究竟是怎么算出来的。如果你非常了解这些金融衍生产品，包括这些格式化文件给你带来的信息非常有限，就不容易被账面利润迷惑了。

巴菲特在伯克希尔公司 2004 年年报致股东的一封信中说，与一般保险公司相比，再保险公司有没有一条经济护城河特别重要。

这是因为，再保险公司是保险公司分散风险的一项机制。对于普通保险公司来说，政府通常会向保险公司征收规费，一旦保险公司发生倒闭、无法支付理赔金，政府就会用这笔规费来承担责任。

可是对于再保险公司来说，普通保险公司所承担的经营风险就是小巫见大巫了。如果再保险公司发生倒闭，将会引发一连串保险公司受波及。20 世纪 80 年代，政府雇员保险公司就是因为选择再保险公司不慎，因为再保险公司的倒闭而连累损失几千万美元的。

巴菲特断言说，在今后的一二十年中，完全有可能发生天大的灾难，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从而导致再保险公司破产倒闭。到目前（2004）为止，对于再保险公司来说，有史以来最大的损失是2001年发生的“9·11”恐怖袭击事件，所有保险公司一共支付了350亿美元理赔费用。排在第二位的是1992年发生的安德鲁飓风，所有保险公司一共支付了155亿美元理赔费用。今后如果要发生1000亿美元以上的灾害损失，也是有可能的。

所以，投资者千万不要仅仅看到账面利润就高兴，每个行业、每个企业都是不同的。对于具体企业来说，只要该公司有一条真正、持续、不断拓宽的经济护城河，就能保证今后的盈利水平。而对于具体的行业来说，同样应该考虑到这个问题。

巴菲特介绍说，就伯克希尔公司来说，先人一步的是总能未雨绸缪。举例来说，如果伯克希尔公司的保险业务承担损失的平均比例为3%～5%，那么伯克希尔公司每年从投资和其他项目中所赚取的盈利就绰绰有余了。换句话说，无论遇到多大的灾难，伯克希尔公司的保险业务都能兑现原来的承诺。

巴菲特的言外之意是说，这就是真正的经济护城河。也正因如此，詹·阿杰才敢接下其他再保险公司不敢接的超大规模的再保险单。从这一点上看，詹·阿杰堪称伯克希尔公司的无价之宝。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者千万不要被账面盈利所迷惑。其实，比账面利润更重要的是内在价值，而内在价值就包括经济护城河在内。他以自己当初投资通用再保险公司证券部门为例，很好地证明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 名气和广告不能说明问题

去年我很兴奋地向各位报告我们2000年在广告行销上的大笔投入，并强调每一分钱都确确实实花在了刀刃上。事实证明我错了。我们额外投入的经费并没有为我们相对增加询问的电话，而且平均每通询问电话最后成交的比率几年来也首度下滑。这些不利的发展，使得我们平均每张保单的取得成本大幅增加。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。经济护城河和企业的广告投入、名气有关，但不完全是一回事，所以不要把两者等同起来。

巴菲特在伯克希尔公司2000年年报致股东的一封信中说，2000年他曾经很兴奋地向各位报告政府雇员保险公司在广告营销上的大笔投入，并且再三强调每一分钱都确确实实花在了刀刃上。可事实证明他错了。因为这种额外的广告投入，并没能由此增加顾客电话咨询数量；不但如此，每个咨询电话的成交比例几年来也首次出现下滑。

这样做的结果是什么呢？一方面是广告投入大幅度增加了，另一方面是每笔业务的成本大大提高了。换句话说，这时候政府雇员保险公司的经济护城河不是拓宽了，而是变窄了。

所以巴菲特总结说，投资者千万不要简单地把企业广告投入和名气大小与经济护城河画等号，否则很容易受蒙蔽。一般来说，发生这种错误的投资决策后，会计核算上会把它列作“非常损失”一次性摊销的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，投资者如果看到会计报表中这个项目数字特别大，就要提高警惕了，就要看一看究竟是什么原因造成的。

例如，就 2000 年政府雇员保险公司成本大幅度提高的问题，巴菲特分析认为：

首先，是广告频率过高，这些媒体上的广告曝光率过高，造成了资源浪费，抬高了投入成本。

其次，虽然愿意通过直销方式参加政府雇员保险公司的客户分布很广，但暂时来看“所有的软柿子可能都已经被我们给拣光了”，培养新的客户需要一定时间。

再次，2000 年事故发生频率和严重性都在提高，从而使得政府雇员保险公司对客户的投保资格审核越来越严，这也在一定程度上降低了业务量。这种严格审核，会使得客户投保政府雇员保险公司原来能够省下 200 美元，现在可能只能省下 50 美元，吸引力有所下降。

最后，整个保险行业的竞争态势发生重大变化。例如，以 19% 的市场占有率在美国排名第一的 State Farm 公司，1999 年的承保损失率包括回馈给客户的退佣金比率高达 18%，而 2000 年更是高达 23%。这表明，这个行业中的老大也不得不忍受如此之高的经营成本，可想而知其他经营者包括政府雇员保险公司在内的处境如何了。

一提到 State Farm 公司，巴菲特就来劲，因为这是一家他非常赞赏的具有经济护城河的保险公司。当然，该公司的经济护城河并不是一开始就有的，而且恰恰相反，它在 1922 年创立时一无所有。

State Farm 是美国最大的一家互助保险公司，整个美国五分之一以上的汽车都在该公司投保。当时，美国伊利诺伊州一位 45 岁的农夫，看到纽约、费城等地保险公司由于长期处于垄断地位态度非常傲慢，才成立了该公司。

与原来那些势力强大的保险公司相比，State Farm 公司可以说什么优势都没有。由于 State Farm 是合作互助性质，它的董事会和经营管理层都不能拥有股份，不但在业务高速发展早期根本无法从资本市场上筹集资金，而且也没有非常具有吸引力的薪酬待遇吸引明星经理人，所以一般人都不看好该公司的发展远景。

可结果怎么样呢，State Farm 公司居然击败了所有对手，到 1999 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时公司净值已经排在美国各大企业的第5位。

所以，巴菲特对该公司非常赞赏，称之是美国企业最伟大的传奇故事之一，并且屡屡建议各商学院把该企业的成功做法列作课堂案例。

容易看出，State Farm 公司从小到大不断发展的过程，同样是经济护城河不断拓宽的过程。它的早期发展过程，同样与广告和名气无关。

在巴菲特眼里，与 State Farm 公司相比较，政府雇员保险公司在2000年虽然广告投入过大、成本过高，可是总体来看，政府雇员保险公司仍然是低成本经营模式的典范。只要过去的那种盲目广告投入行为紧急刹车，仍然可以维持并拓宽经济护城河。

巴菲特高兴地说，事实上，政府雇员保险公司的明星经理人东尼·奈斯利已经在这样做了。从2000年开始，他大幅度地砍掉了那些不具备成本效益的广告投入，今后虽然该公司依然会维持大量的媒体曝光率，但既然是没有成本效益，这样的广告投入就应当削减，或者通过提高保率来加以弥补。但与此同时投资者应当明白，公司的名气和广告投入与经济护城河两者之间实在是没有什么必然联系的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，政府雇员保险公司的经济护城河主要来自它的低成本经营模式。不过他也承认，该公司2000年的广告投入带有盲目性。由此他提醒投资者，不要把企业的名气和广告与经济护城河混为一谈。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 经济护城河是会变化的

现在的柯达已经不再独占人们的心。它的城墙变薄了，富士用各种手段缩小了差距。柯达让富士成为奥林匹克运动会的赞助商，一个一直以来由柯达独占的位置。于是在人们的印象里，富士变得和柯达平起平坐起来。与之相反的是，可口可乐的城墙与 30 年前比变得更宽了。你可能看不到城墙一天天的变化，但是，每次你看到可口可乐的工厂扩张到一个目前并不盈利但 20 年后一定会盈利的国家，它的城墙就加宽了一些。企业的城墙每天每年都在变，或厚或窄。10 年后，你就会看到不同。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者投资的上市公司最好要有一条经济护城河，只有这样，才能确保该股票获得超额业绩回报。不过应当注意的是，企业的经济护城河是会变化的，或者变宽或者变窄。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，30 年前，柯达公司的城墙和可口可乐公司的城墙一样难以逾越。如果你想为自己 6 个月大的孩子拍一张照片，并且希望在 20 年或者 50 年后依然会去看看这张照片，你不会像专业摄影师那样去过分关注胶卷质量的好坏，而会更多地考虑这家胶卷公司在你心目中的地位如何。而柯达公司就能向你做出这样的保证，在 20 年或者 50 年后当你再来看这张照片的时候依然会栩栩如生，这一点对消费者来说是最重要的。也就是说，柯达公司的产品在消费者心目中是“最好”的，大家都这么认为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是现在的柯达公司已经不再独占消费者的心。这表明，它的城墙变薄了。或者说，是富士胶卷采用各种各样的手段缩小了两者之间的差距，从而使得柯达公司的经济城墙相对来说变薄了。

长期以来，奥运会的赞助商一直是柯达公司，现在它却把本该属于自己的机会拱手给了富士胶卷。于是乎，富士胶卷在消费者心目中变得和柯达公司平起平坐起来。

可以说，这是柯达公司的经济护城河变窄、富士公司的经济护城河变宽的一个突出典型。与富士公司相类似的是，可口可乐公司的城墙与30年前相比同样变得更宽了。

巴菲特说，所谓城墙变宽只是一种比喻，消费者是不会看到这种城墙在一天天变宽的。但是你容易看到，当可口可乐公司的生产厂商扩张到那些暂时还不能盈利、将来一定会盈利的国家，就表明它的势力范围在不断扩张。10年一个变化，10年后你就会看到它们的不同了。

巴菲特说，众所周知，他只喜欢他看得懂的投资。按照这一标准来衡量，90%的投资对象已经被排除在外，因为他有太多的东西不了解，幸好的是，总还是有那么一点投资他是看得懂的。这时候他举起手中的樱桃可乐瓶说，例如这个我就懂，当然你也懂，每个人都懂，因为它从1886年开始到现在没有什么变化。

不过，看起来这个业务很简单，但却绝不是一件容易的事。因为在他的眼里看到的是它的核心价值，即他通常所说的经济护城河，在这里他把它称之为企业的城墙，道理是一样的。

他说，在这个坚固的城墙里面，是一座价值不菲的城堡。对于他来说，这样的城墙多种多样，例如汽车保险领域的政府雇员保险公司，它的城墙就是低成本。一般人都知道，保险公司开展的业务和服务方式、收费标准不是相同的就是相近的，事实上也是这样，这就决定了它们的区别主要在于成本高低。巴菲特当初投资并最终完全收购这家公司，看中的就是低成本运营，这就是他所要的城墙。

当政府雇员保险公司与竞争对手相比成本越来越低，就表明它在不断加固自己的城墙。毫无疑问，当一座城堡越来越漂亮时，肯定是有人会对它发起攻击的，所以这时候你必须在城堡周围修建一面城墙，越牢固越好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特介绍说，他对伯克希尔公司旗下的那些明星经理人的最大要求，简单地说来就是要不断加固城墙，保护好这个城堡，把竞争者拒之于墙外，其途经包括服务、产品、价格、成本、专利、地理位置等多种多样。

巴菲特说，他终生都在寻找这样的企业。为了能更清楚地看清该企业的城墙是什么材料铸成的，他总是从最简单的产品中去寻找这样的企业。而对于甲骨文公司、莲花公司、微软公司等等高科技企业，他就因为看不清它们的城墙是怎样构成的，所以对它们 10 年以后的发展远景无法预料，所以不敢投资这些股票。

相反，虽然他不拥有口香糖制造企业，可是却会预料它们 10 年后的发展怎么样，因为他相信“没有人能够改变我们嚼口香糖的方式，互联网的出现也做不到这一点。”如果有人给他 10 亿美元资金，让他进入口香糖行业，并且要从中打开一个缺口，他表示自己是做不到的。

巴菲特说，平时在衡量企业的经济护城河时他就是这样考虑的：给他 10 亿美元能不能把竞争对手打垮，或者能够在多大程度上给竞争对手造成冲击？或者，给他 100 亿美元能够对可口可乐公司在全球造成多大的损失？这是他考虑问题的一个基本原则。如果投入这些钱都没用，就表明对方的企业城墙和经济护城河牢不可破，这才是投资时需要充分考虑的。因为有了这样的保护，里面的企业城堡必将稳如磐石。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股票投资其实很简单，那就是要以 10 年为期看该企业的经济护城河是变宽了还是变窄了。在他看来，有些投资者根据第二天早上股票价格的涨跌来决定昨天的投资是否正确是非常可笑的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



公司负债率一定要低

★ 真正的好企业不需要负债

先前提到的《财富》杂志的研究可以充分支持我的论点。在 1977 年到 1986 年间，总计 1000 家企业中只有 25 家能达到连续 10 年平均股东权益报酬率 20%，且没有一年低于 15% 的双重标准。而这些优质企业同时也是股票市场上的宠儿，在所有 25 家企业中有 24 家的表现超越标准·普尔 500 指数。这些《财富》500 强可能让你大开眼界，首先是相对于本身支付利息的能力，他们所运用的财务杠杆极其有限，一家真正好的公司是不需要借钱的；其次是除了有一家是所谓高科技公司，另外少数几家属于制药业以外，大多数公司的产业相当平凡普通，大部分现在销售的产品或服务与 10 年前大致相同。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，你的投资风险就越大。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，实践表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明，能够创造盈利新纪录的上市企业，现在的经营方式与其5年甚至10多年前并没有多少差异。公司管理层虽然应当明白学无止境的道理，但也绝不可以盲目变革，否则反而容易增加犯错误的机会。巴菲特把它比喻为：在一块动荡不安的土地上，不太可能建造一座固若金汤的城堡。

他说，美国《财富》杂志的研究就可以支持他的这种论点。该杂志研究表明，在1977年到1986年的10年间，在美国1000家上市企业中只有25家能够连续10年保持平均股东权益报酬率在20%以上，并且没有一年低于15%的纪录。毫无疑问，这些企业都是股票市场上的宠儿。在这25家企业中有24家的表现超过标准·普尔500指数的增长幅度。

进一步研究还发现，这些《财富》500强企业都有以下两大特征：

一是它们相对于本身能够支付利息的能力而言，负债很少。巴菲特由此得出结论说，“一家真正好的公司是不需要借钱的。”

二是从所在行业看，这些企业中只有一家是所谓高科技企业，另外少数几家属于制药行业，其余大多数企业的产品和业务都相当普通，并且大多数企业销售的产品和提供的服务与其10年前相比没有多少不同。如果一定要说有什么不同，也是销售数量、产品价格有变化而已。这表明，充分利用现有产业的地位或者专门在某个单一品牌上努力，是这些企业创造高额利润的主要秘诀。

巴菲特骄傲地说，伯克希尔公司的经验也能够证明这一点。伯克希尔公司旗下的那些部门，它们创造了优异的业绩，可是从事的业务同样相当平凡而普通。最关键的是，它们把它做到了极致，公司管理层致力于保护企业本身，千方百计控制成本，并且通过现有能力寻找新产品、发展新市场来巩固原有优势，而从来不受外界诱惑。当然，与此同时的一个突出特点是，负债率相当相当低。

巴菲特在伯克希尔公司1987年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司当年的内在价值比上年增加4.64亿美元，增长幅度为19.5%，经济护城河比过去又加宽了一点，旗下7家子公司当年实现的税前利润（含利息）高达1.8亿美元。如果单纯看这样的数字，可能还不足以说明伯克希尔公司有多少特殊性；可是如果你知道伯克希尔公司仅仅利用了多少资金就取得这样的业绩，就知道有多么了不起了。

巴菲特介绍说，由于这7家公司的负债很少，当年合计支付的利息

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支出只有200万美元，所以在扣除这笔负担后，这些公司的税前利润高达1.78亿美元。如果把它与这7家公司账面上所反映的历史投资股本1.75亿美元相比，那就相当于1元钱的历史投资当年就取得了超过1元钱的税前利润！

巴菲特说，如果把这7家公司看作一个公司，那么在缴纳所得税后的净利润约为1亿美元。由此可见，股东权益投资报酬率约在57%。即使财务杠杆再高，你也很难在一般企业看到有这样高的投资报酬率。

那么，57%是一个什么概念呢？如果根据最新（1988年）出版的《财富》杂志的排行榜，在美国500家最大的制造业和500家最大的服务企业中，只有6家企业在过去的10年中股东权益报酬率超过30%，最高的也不过只有40.2%，没有任何一家达到57%的水平。

不过巴菲特承认，由于伯克希尔公司当初收购这些企业时付出了溢价，所以在扣除这部分溢价后，伯克希尔公司从这7家公司身上所得到的投资报酬率实际上并没这么高（资料表明，伯克希尔公司当初收购这7家企业所付出的溢价合计是2.22亿美元）。但巴菲特认为，对于一家盈利不断创新高的企业来说，无论多大的溢价收购都是合算的。

巴菲特说，上面所提到的数字代表着3项重要指标：

一是这7家公司的内在价值要高于账面净值，当然更要远远高于伯克希尔公司当初的投资成本了。

二是这些企业的运营成本都不是太高，本身所赚取的盈利水平就足以支付业务发展的需要，所以负债率很低。

三是这些企业都有一个精明能干的公司管理层在打理。

所有这些，都令巴菲特感到非常满意。也正因如此，巴菲特才会得出“一家真正好的公司是不需要借钱的”这种容易遭人反驳的结论来。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，“一家真正好的公司是不需要借钱的。”话虽然说得有些绝对，与负债经营的现代理念相悖，但这是他在总结伯克希尔公司及其旗下诸多子公司的实际情况后得出的结论，具有很强的说服力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 没有负债的波仙珠宝公司

在波仙珠宝加入伯克希尔的第一年，它达到我们所有的预期目标，营业额大幅成长，较 4 年前刚搬到现址的时候要好上 1 倍。事实上，在搬来这里的 6 年前，它的业绩早已成长了 1 倍。波仙珠宝的管理天才艾克·福莱德曼只有一种速度，那就是全速前进！如果你还没有到过那里，你一定没有看过有珠宝店像波仙那样，由于销量非常大，所以在那里你可以看到各式各样、各种价格的种类。同样的理由，它的营业费用开销大概只有一般同类型珠宝店的 1/3。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。巴菲特当初收购波仙珠宝公司的主要因素之一，就是该公司没有负债。

波仙珠宝公司是巴菲特所在奥玛哈市的一家珠宝商，珠宝库存量高达 10 万件，价值 6000 万～7500 万美元，占当地市场份额的 55% 左右。伯克希尔公司正是在 1989 收购了该公司 80% 的股权，后来又回购了一部分，从而使得持股比例上升到 85.72%。从此，它就成了伯克希尔公司每年股东年会上疯狂购物和举行鸡尾酒会的场所。

巴菲特虽然在这里并没有提到波仙珠宝公司的负债，但波仙珠宝公司高级管理人员唐纳德·耶鲁透露说，巴菲特当时收购该公司的主要因素之一，就是该公司没有负债。

波仙珠宝公司是 1870 年由刘易斯·波仙创办的。1947 年，刘易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯·福莱德曼和他的妻子买下了该公司。他妻子的名字读者可能不一定能记得，可是只要一提到内布拉斯加家具中心的那位 B 太太——罗丝·布拉姆金夫人，读者就非常熟悉了，她正是罗丝·布拉姆金夫人的妹妹。

请注意，巴菲特很看重这一点。他在收购波仙珠宝公司时说，他忘了问罗丝·布拉姆金夫人一个所有小学生都喜欢问的简单问题："你家里是否还有像你这样的人?"

刘易斯·福莱德曼的儿子艾克·福莱德曼原来在内布拉斯加家具中心上班，后来子承父业，接管了波仙珠宝公司。

波仙珠宝公司每年都要为伯克希尔公司股东举办一场特别的展览会，非常引人注目。1991 年感恩节和圣诞节期间，该公司一共接待顾客 58500 人，平均每天 2250 人，共销售珠宝 38500 件。

在 1996 年举办的那次展览会上，公司展出了全球最大的一颗打磨过的钻石。这枚"五十周年金钻石"重 545 克拉，是全球最大的抛光钻石，打磨之前的重量高达 755.5 克拉。这原是泰国人送给他们国王的一份厚礼，而这位国王在位时间长达 50 多年，堪称全球在位时间最长的帝王之一。

艾克·福莱德曼介绍说，该公司与其他同行的不同之处在于，销售的商品中有百分之七八十比其他商店的同类产品便宜，主要秘诀就是薄利多销。

很有意思的是，波仙珠宝公司出售的一些珠宝会用伯克希尔公司的股票来进行标价。例如在 1991 年的鸡尾酒会上，有的钻石上就写着"伯克希尔公司股票 2 股"，有的项链上写着"伯克希尔公司股票 3 股"等等。

更有意思的是，波仙珠宝公司通常会把一些产品寄给那些值得信赖的顾客，例如把价值 4 万美元以上的手表寄给顾客在家仔细挑选，让顾客自己决定把需要的商品留下来，把不需要的退还给公司。

1988 年圣诞节期间，波仙珠宝公司管理层的唐纳德·耶鲁，看到巴菲特在那里仔细观察一枚戒指，于是一边开玩笑一边大声地说："不要把这枚戒指卖给他，就把整个商店卖给他吧!"

波仙珠宝公司以前基本上不做广告，但从 1989 年开始给全国 2.3 万名美国人寄送产品目录，消费者可以据此享受折扣优惠。这些产品目录

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像今天中国顾客坐在家里经常能收到的大型超市的海报一样。

巴菲特正是从这种产品目录中发现了购并机会，然后打电话去了解是否具有收购该公司的可能。

然后，巴菲特在艾克·福莱德曼的房间里，和艾克·福莱德曼以及他的女婿唐纳德·耶鲁进行了一次简单谈话，随后不久巴菲特就收购了该公司。

波仙珠宝公司高级管理人员唐纳德·耶鲁介绍说，这次谈话时间只有短短 10 分钟，巴菲特一共问了 5 个问题，分别是销售量、毛利率、费用、库存，以及他们是否愿意留下来。艾克·福莱德曼不用翻看账本就熟练地回答了巴菲特的提问，然后巴菲特就要求艾克·福莱德曼开一个收购价，紧接着就对他们说："现在，请你们忘掉刚才发生的事情，还像以前那样努力工作吧。"

不久以后，三人在巴菲特办公室里见面时，签订了一份内容非常简单的收购合同。怎么简单法呢？他形容说，合同的内容甚至还没有他们 3 个人的签名长。

根据约定，他们不能公开这次收购一共花了多少价，不过肯定要超过 6000 万美元。巴菲特非常满意波仙珠宝公司没有任何负债。当他开了一张现金支票给对方时说："我只和少数几个人以这种方式做生意，它们没有一家是《财富》500 强企业。"

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特收购波仙珠宝公司看中它的主要是没有负债，并且认为该公司和内布拉斯加家具中心具有相同的成功模式，这就是他在 1989 年伯希尔公司致股东的一封信中归纳的五大特点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 债务比率过高必然导致失败

在债务恐慌最高点的时候，资本结构注定导致失败的发生，有些公司的融资杠杆高到即使是再好的企业也无法负担。有一个特别惨、一出生就夭折的案例，就是坦帕湾地方电视台的购并案。这个案子一年的利息负担甚至还超过它一整年的营收，也就是说，即使所有的人工、节目与服务都不需要成本，且营收也能有爆炸性的成长，这家电视台还是会难免倒闭的命运（许多债券都是由现在大多倒闭的储贷机构买进，所以身为纳税义务人的你，等于间接替这些愚蠢的行为买单）。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。当财务杠杆比率达到一定的时候，这样的企业经营必然要导致失败。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，有些企业的负债经营比率居然高到即使再好的企业也无法承受得了的地步，这种企业的唯一出路就是破产倒闭。

他举例说，有一个特别惨、一出生就夭折的案例，是坦帕湾地方电视台的购并案。由于该电视台负债过多，它一年所需要支付的利息甚至要超过它全年的营业收入。也就是说，即使该电视台的所有人工、节目、服务都没有成本费用的话，这家电视台仍然是亏损的，最终仍然要走上破产倒闭的道路。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，这种情况非常特殊，也很难碰到，但它却非常直截了当地表明债务比率过高必然要导致经营失败这样一条朴素真理。

那么，为什么会出现这种情形呢？巴菲特介绍说，美国华尔街上的那些投资机构通常关心的不是投资对象有什么优缺点，而是它可以产生多少收入。明白了这一点，投资者就容易看到，为什么成千上万的垃圾债券会轻而易举出笼的？

巴菲特认为，即使证券市场上那些垃圾债券的市场价只有发行价的一点点，它也是一个雷区。所以，伯克希尔公司从来不投资新发行的垃圾债券，就是因为它的债务比率过高，稍不留神就会全军覆没。

巴菲特在伯克希尔公司 2001 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的一贯原则是很少负债，所以信誉良好；而这种可靠信誉，又使得它能够轻而易举地得到借款。从这一点上看，企业和银行双方进行的是一种良性互动。

例如，巴菲特入驻伯克希尔公司的 1965 年，当时伯克希尔公司的主要往来银行是波士顿第一国家银行、纽约花旗银行。而在此以前，巴菲特和这两家银行并没有什么往来，后来到了 1969 年伯克希尔公司准备买下美国伊利诺伊州国家银行和洛克福信托公司时，当时还有 1000 万美元的资金缺口，巴菲特这才开始联络上述两家银行。

当时的情形是，纽约花旗银行没有任何回应，而波士顿第一国家银行则截然相反，马上派两位代表到奥玛哈与巴菲特洽谈，明确表示愿意提供这 1000 万美元资金，至于细节嘛过后再谈，完全不是问题。

自从这次向银行借款后，伯克希尔公司在以后的几十年里基本上没有向银行借过钱，一直到 2001 年 2 月因为一件投资并购案存在着资金缺口，巴菲特再次打电话给 Fleet Boston 银行（其前身就是波士顿第一国家银行）说明情况，这位银行总裁与 33 年前的那位银行总裁回答得一模一样：没关系，钱嘛，你先拿去用，具体细节过后再谈。

就这样，巴菲特从该银行取得了 60 亿美元信贷额度，当然最终并没有用到这么多，马上就得到全球 17 家银行的超额认购。巴菲特不无自豪地说，如果各位需要 60 亿美元贷款的话，可以打电话给 Fleet Boston 银行，但前提条件是你的信用等级必须是 AAA 的最高级。

有人说，巴菲特特别青睐负债率低的上市公司，这种做法并不适合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大多数投资者尤其是个人投资者。以政府雇员保险公司、通用再保险公司为例，伯克希尔公司投资这两家公司时，表面上看是这两家企业的负债率非常低，可实际上巴菲特看中的不仅如此，更在于这两家公司手上拥有200多亿美元的闲散资金可以供他使用。而对于其他个人投资者来说，这种闲散资金放在手上就没什么用，除非你去控股该公司。

应该说，这种说法有一定道理，但不全然是这样。

之所以说“有一定道理”，是企业负债的确不是越低越好，而应当强调适度。对此，巴菲特也没有疑义。他在伯克希尔公司1989年年报致股东的一封信中检讨似的说，伯克希尔公司一贯保守的财务政策可能是一个错误，因为只要稍微增加一点负债比率，所能得到的投资回报率就可能会远远超过目前的年平均23.8%。不过在他看来，虽然提高负债比率有99%的把握能提高投资报酬率，但只要有1%的可能导致破产，他也不愿意去冒这个险，以后也是如此。

之所以说“不全然是这样”，是因为对于任何一个企业来说，负债率过高都是非常危险的。一般来说，如果企业的资产负债率长期维持在50%甚至70%以上是很麻烦的。可是如果长期低于10%也不完全是好事，因为这很可能说明该公司安于现状，不敢投入或者没有投入机会，未来的成长性值得怀疑。一般认为，投资对象的资产负债率长期保持在20%～50%应该是一种比较不错的选择。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，企业的债务比例过高必然会导致经营失败，所以他宁愿选择负债率低甚至完全没有负债的投资对象。可是平心而论，这种看法有些偏颇。一般认为，企业负债率在20%～50%较好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不同行业的负债率不同

现金就是现金，不管今天它是靠经营媒体事业或是钢铁工厂得来的都一样。而过去同样是1元的获利，大家之所以看重媒体事业的原因是预期它会继续成长（股东不需要再投入额外资金），而钢铁业很明显会落入打摆子的那类族群。不过现在大家对于媒体事业的看法也逐渐改为后者，而如我们刚刚所举简单的例子，评价的结果可能因为这样的修正而有很大改变。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。不过他也承认，不同行业的企业负债率高低完全不一样，他以他熟悉的媒体行业为例来加以说明。

巴菲特在伯克希尔公司1991年年报致股东的一封信中说，现金就是现金，不管它是通过经营媒体得到的还是钢铁制造业得到的都一样。在过去，人们之所以看重经营媒体的原因，在于预期媒体的经营业绩不需要投入额外资金就能继续增长，而钢铁制造业则属于具有周期波动规律的那种类型。不过现在大家的看法已经有所改变了，认为媒体行业同样也具有这种周期波动性。

巴菲特进一步解释说，媒体行业转为弱势，除了短期内盈利水平下降外，更会对其长期价值产生深远影响。具体地说，投资者过去通常认为电视、新闻、杂志行业的获利能力能够永远以每年6%的增长速度发展，而不必完全依靠额外资金投入；并且它们所需要的营运资金也相当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

少，因此，一般不需要负债经营。可是从这些年的情况看，这种情形改变得比较厉害。

那么，这种深远影响表现在哪里呢？他说，媒体行业过去账面上的盈利（在扣除无形资产摊销前）水平，基本上就相当于自有资金的概念。如果它每年能够增加6%的现金流，而这种现金流以10%的折现率进行折现，那么100万美元的税后净利润就相当于一次性投入2500万美元所得到的收益。

现在的问题是，如果该企业不能每年稳定提供6%的现金流，这100万美元的税后净利润只是一个平均数，每年都会在此上下波动，那么企业就必须通过利润分配方式保留一部分资金用于重新投入。这样，同样是这100万美元的税后净利润，却只能相当于一次性投入1000万美元所得到的收益。

两者相比较，同样是6%的现金流，在能够稳定提供该现金流的行业和不能稳定提供该现金流的行业，税后盈余本益比居然要相差2.5倍（2500÷1000），差别就是如此之大。

而显然地，如果每年能够稳定提供6%的现金流增长率，该企业不但不需要负债，而且还有闲散资金；相反，如果是后者，每年只是在6%的现金流上下摆动，那么该企业就必然要负债，以补充流动资金之不足。

巴菲特说，伯克希尔公司在媒体行业有着相当大的投资，这包括百分之百控股的水牛城日报公司，以及华盛顿邮报公司、资本城/美国广播公司等等。正是因为这些媒体企业因为景气循环指数业绩受影响，连累到伯克希尔公司的盈利水平也大受影响。虽然还不至于降低整个伯克希尔公司的内在价值，但已经促使巴菲特出售了一些规模较小的媒体企业。

让巴菲特感到欣慰的是，资本城/美国广播公司和华盛顿邮报公司两家企业的负债都很少，两家公司账面上的现金余额就足以偿还所有债务，所以这种行业周期性不景气形势并没有导致公司资产大幅缩水。

更值得一提的是，在美国所有主要媒体行业中，只有这两家企业因为负债较少能够轻松地渡过危机。要知道，现在整个媒体行业比其他一般企业更具有竞争力，可是其他媒体企业由于前期举债过多导致盈利水平大幅度缩水，有的负债总额甚至要超过年盈利能力的5倍！也就是说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该企业把今后 5 年内的所有利润全部用来还债还不够。

巴菲特的言外之意是说，后者的经营风险有多大，可想而知了吧？

巴菲特在伯克希尔公司 1996 年年报致股东的一封信中说，这方面查理·芒格有一句格言说得非常幽默："我们都希望知道自己最后会死在哪里，这样，打死我都不去那里就行了！"

巴菲特的意思是说，有些企业明明知道负债率过高会给企业造成严重后果，那为什么还要这样做呢？伯克希尔公司旗下的那些子公司就不是这样，即使是"霹雳猫"保险业务的损失理赔上限金额很大，与伯克希尔本身的价值相比，比率还是非常低的。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，大家绝对可以为伯克希尔公司旗下的那些明星经理人感到自豪，因为他们几乎能够在各行各业中找出最好的获利业绩来，并且能继续保持企业的长期竞争优势。

例如，1994 年他就向各位提到斯科特·费策公司明星经理人的杰出表现，可是他万万没想到，那还只能算是"热身"阶段。该公司 1998 年在没有任何借款的情况下，依靠 1.12 亿美元的资产净值竟然创造出了 0.965 亿美元的惊人税后利润来，简直不可思议。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，不同行业的企业负债率是不同的，即使在同一个行业的相同企业中，过去和现在的负债率也会有所不同。在考察公司负债比率高低时，一定要具体问题具体分析，与同行对照起来看。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 负债率高低与会计准则有关

受限的投票权使得我们仅能以相当简略的方式将美中能源的财务数字列入财务报表，而无法将该公司所有的资产负债以及营收损益列入伯克希尔公司报表。依照会计原则我们只能按投资比例认列该公司的投资金额及损益，或许在不久的将来公用事业控股公司法会被取消，或是会计原则有重大改变，那么届时美中能源所有的财务数字就会被列入伯克希尔公司的合并报表之中，当然也包含其大量的融资负债在内。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。不过巴菲特提醒说，由于受会计准则规定的影响，在评判负债率高低时需要懂一点会计核算制度。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司投资美中能源控股公司，就是因为受会计准则规定的影响，只能把美中能源控股公司的相关财务数据的一部分列入伯克希尔公司年报，而不是把美中能源控股公司有关营业收入、负债、经营利润的全部数据并入伯克希尔公司年报。或许等到不久的将来公用事业控股公司法（PUH-CA）被取消后，会允许这么做，但现在显然做不到这一点。

巴菲特的意思是说，既然如此，投资者就有必要关心有下属子公司的上市公司，其会计报表中的负债是否已经完全包括子公司的数据在内。弄清楚这一点很重要，因为对于同一笔数据来说，由于会计准则要求的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

核算方法不同，最终结果可能会相差好几倍。

巴菲特举例说，通过美中能源控股公司，伯克希尔公司持有许多公用事业的股份，按照除权后的比例看，伯克希尔公司所占权益占80.5%，其主要项目包括英国第三大电力公司约克夏电力公司，北方电力公司，美国爱荷华州美中能源公司，肯特河及北方天然气管道输送线等在内。其余的19.5%股份由伯克希尔公司的3位个人合作伙伴所持有。

这就是说，从实际情况看，在伯克希尔公司的报表上同样应该反映上述公用事业股份80.5%的比率，包括营业收入、经营利润、负债。而实际上呢，根据美国公共事业控股法规定，伯克希尔公司的投票权最多只能达到9.9%，这就决定了能够反映在伯克希尔公司年报上的上述数据只能是其中一小部分。由此可见，出现在伯克希尔公司年报上的负债数据实际上是大大缩小了。当然，与此同时一起缩小的还有营业收入、经营利润、债权等相关数据。

巴菲特说，如果投资者了解上述会计准则对核算的有关规定，就容易更清楚地掌握真实情况。

不过对于美中能源控股公司来说，该公司的债务规模目前不是、将来也不是伯克希尔公司的责任。更何况，该公司的债务规模还算是适当。由于该公司实行多元化经营，并且所从事的公用事业运营非常稳定，所以即使遇到最严峻的经济形势，也能用自己的累计利润支付所有债务，所以这一点大可放心。例如，截至2003年末，在美中能源控股公司的所有负债中，15.78亿美元是欠伯克希尔公司的债务，不会像欠其他公司的债务那样被逼着还债。

美中能源控股公司中也有一些是属于竞争性业务的，例如美国第二大不动产中介商美国居家服务，就不属于公用事业类企业，而且这个行业的景气指数波动相当大。但如果没有过多的对外负债，经营风险就要小得多。事实上，美国居家服务公司2003年的营业额高达486亿美元，比上年增长了117亿美元，增长的原因主要来自于4件新的购并案。

巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，自从伯克希尔公司合并了美中能源控股公司后，由于会计准则的限制，所以大家会以为伯克希尔公司对负债经营的容忍度比过去有所增加，但事实并非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如此。一般来说，伯克希尔公司由于以下三种原因才会考虑负债的：

一是需要偶尔利用回购协议来作为某种短期投资策略。

在这种情况下，由于短期回购债券需要大量资金，所以会考虑负债。需要指出的是，这种回购协议收益很高，当然投资风险也很大，所以只能投资那些流动性最好的证券。从前几年的情况看，伯克希尔公司在这方面的投资做得很漂亮，所借债务在短时间内就全部还清了。

二是为了清楚地了解风险特征的带息应收账款组合而借债。

例如在2001年伯克希尔公司与人合作，一起收购破产的某公司的许多种类的应收账款，为数额高达56亿美元的银行借款提供了担保。2005年，又为某家预制房屋应收账款组合提供财务支持，作为回报，伯克希尔公司从中得到了应收账款证券化条件，也就是说可以把这些应收账款进行出售。这种操作方式平时很常见，可是在资产负债表上并不会反映由此造成的债务。

三是美中能源控股公司的债务虽然出现在伯克希尔公司合并后的资产负债表上，但这依然是美中能源控股公司的债务，而不是伯克希尔公司的，因为这是两家不同的法人企业；更重要的是，伯克希尔公司并没有为美中能源控股公司的债务提供担保，所以两者“毫不相干”。

不过必须指出的是，美中能源控股公司的债务规模仍然是十分安全的。无论遇到什么情况，它都可以用稳定的公用事业收入来支付债务利息，并且绰绰有余。只是这一点在会计报表上不一定能看出来。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，由于会计准则规定的核算方法不同，所以反映在会计报表上的负债与实际情况会有较大差距。但无论是表面还是实际，伯克希尔公司及其旗下子公司这方面的表现都是非常保守的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 有些负债本来是可以省掉的

更重要的是，并不是中小企业才可以利用到这种服务，目前已经有一些大企业利用 Netjets 来补充本身机队调度的不足，这让他们可以不必因为应付高峰时间与避免必须长时期停留地面的任务而省下一大笔开支。当一架飞机被用来当作私人使用，有一个很大的争议就是，不是由现在的客户买单，就是由后辈的子孙来买单，这也是我最敬爱的阿姨 Alice 在 40 年前问我是否应该买一件貂皮大衣时，我回答她的话："阿姨，你花的不是自己的钱，而是你的继承人的。"

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。从道理上讲，企业有许多费用和负债本来是可以省掉的。如果省掉了这部分，企业业绩也会有相应提高。

巴菲特在伯克希尔公司 1998 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的企业主管飞行公司（EJA）所出售的部分飞机所有权（Netjets），它有许多客户包括单位和个人，都同时拥有几种不同种类飞机的部分所有权，以应付不同场合的需要。

举个例子来说，一个客户如果同时拥有三种飞机各十六分之一的所有权，就表明他每年可以拥有该飞机 50 个小时（合计 150 个小时）的飞行权。这说明什么呢？这表明，这个客户只要花费一笔数量不多的钱就可以拥有"一群"飞机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特说，更重要的是，并不是中小型企业和个人才有必要购买这种业务，许多大企业也同样向 Netjets 公司购买这种业务。虽然这些大企业都有自己的专用飞机，可是这样做会有助于在业务繁忙阶段合理使用飞行以及避免在空闲时期飞机闲置不用，从而省下一大笔开支。

要知道，当一架飞机专门用于个人使用时，人们有理由相信，其费用开支不是由现在的企业负担，而是由他们的子孙来买单的。巴菲特的言外之意是，这种行为造成了浪费，而这种浪费必然会影响到公司业绩，最终转嫁到后面的人头上去。

巴菲特说，企业主管飞行公司（EJA）现在（1998 年）正在以爆炸性的速度成长，1997 年的企业专机订单比例超过 31%。可是，如果与成千上万的美国企业家认为有必要每年飞行 350 个至 400 个小时相比的话，这个市场的饱和度还远远没有达到，今后将会有更多的人需要拥有部分飞机的所有权。

而显而易见的是，越来越多的人拥有部分飞机所有权，对那些购买部分所有权的企业来说，实际上就是在帮它们减少费用开支和浪费。换句话说，这些企业会因此降低负债率。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的专门从事飞行员训练的国际飞安公司（FSI）和出售部分飞机所有权的企业主管飞行公司（EJA），依然在各自行业内处于霸主地位。

2000 年，伯克希尔公司投资 2.72 亿美元购买了飞行仿真器，2001 年又差不多投入了这样的规模。为什么要这样做呢？目的就在于要有相当大的投资用于更新设备，以维持原有的竞争优势。而企业主管飞行公司越是这样做，就越能为从购买该公司飞行权的企业节省费用，降低负债率。就拿巴菲特本人来说，不但是巴菲特，包括他的妻子、孩子、姐妹、94 岁的阿姨以及伯克希尔公司的所有董事（除了一位以外），都是该公司客户，这也是巴菲特节省个人开支的秘诀之一。

所以，了解伯克希尔公司经营历史的读者知道，如果某公司正在解决某些难题，或者因为以前的计划不成功要改变经营方向，巴菲特是绝不会投资该企业的。因为在他看来，这表明该企业正在处于剧烈变革之中，不但会费用猛增，而且投资回报没把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看起来这个道理显而易见，可是从中国股民特别青睐于资产重组股就可以看出，并非人人赞同这种观点。

巴菲特一贯认为，以合理的价格买入优秀公司的股票，要比用便宜的价格购买有问题的公司股票更能保证投资收益。对于资产重组企业来说，或许该企业无法摆脱这样的命运，可是投资者却完全可以不投资这样的股票。要知道，该企业在重组过程中所发生的每一笔费用最终都会分摊到每一位投资者头上的，这也是投资者本该可以节省的费用。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报中呼吁公司董事会应该负起责任来。他认为，公司董事会的行为举止，时刻都要像背后有一位因为有事不能前来监督的大股东一样，无论遇到何种情况，都要确保这位虚拟大股东的长期利益不受损害。

实际上，巴菲特在这里所说的这位“虚拟大股东”就是广大投资者，而投资者自己也完全可以把自己当作这位“虚拟大股东”来看待。

如果真的做到了这一点，公司管理层只要一想到背后有这位虚拟大股东存在，就会千方百计压缩费用、降低公司负债率了。而投资者把自己设想成这位虚拟大股东，即使无法像巴菲特那样控股该公司、直接行使否决权，也会用脚来投票的——我不买这样的股票总可以吧？

巴菲特幽默地说，这些公司管理层应该像一位年轻的辣妹在嫁给 85 岁的亿万富翁时常常被问到的那样：“如果我身无分文，你是否还会依然爱我？”年轻的辣妹回答说：“虽然我依然爱你，但我会更想念你！”

巴菲特的意思是说，如果该股票负债率过高，那么作为投资者的你虽然也可以爱这只股票，但还是以不拥有它、只是想念它为好。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，许多上市公司因为成本费用过高而引发的高负债率实际上是不应该的，其中有相当一部分是可以节省掉的。普通投资者即使喜欢这样的股票，也最好是敬而远之，以“想念”它为好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 零息债券是一把双刃剑

大部分的债券当然需要按时支付利息，通常是每半年一次，但是零息债券却不需要马上支付利息，而是由投资人在以相当大的折价幅度取得债券时预先扣除，实质的利率则取决于发行的债券价格、到期面值与发行时间的长短而定。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。他从减少税赋负担角度出发，特别提到了伯克希尔公司发行零息债券的案例。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，1989 年 9 月伯克希尔公司发行了 9 亿美元的零息可转换债券。一般来说，大部分债券是需要按时支付利息的，通常是每半年支付一次。而所谓零息债券却不需要马上支付利息，因为它在买入时就享受到了一个很大的折扣。也就是说，在债券价格、面值一定的情况下，买入的价格越低，就表明它的利息越高。

巴菲特说，以这次伯克希尔公司发行的零息债券为例，它的发行价是面额的 44.314%，期限 15 年，面额 1 万美元，可以申请转为 0.4515 股伯克希尔公司股票。由于每张债券的发行价格是 4431 美元，所以转换成伯克希尔公司股票后，相当于 9815 美元（4431 ÷ 0.4515 = 9813.95），其中大约包含了该股票市场价值 15% 的溢价在内。也就是说，核下来相当于比伯克希尔公司当时的股票价格高出 15% 左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者买入该债券后，如果不换成伯克希尔公司股票，大约可以从中获得每年5.5%的投资报酬率。伯克希尔公司扣除发行债券的950万美元发行费用，实际募集资金4亿美元。

按照规定，伯克希尔公司有权在债券发行3年后的1992年9月28日后，通过加计每年5.5%的利息赎回这些债券；而投资者也有权在1994年至1999年9月28日期间要求伯克希尔公司在加计每年5.5%的利息后赎回这些债券。

巴菲特为什么要如此不厌其烦地介绍零息债券呢？因为在他看来，从税收角度看，由于伯克希尔公司没有马上支付债券利息，可是却可以从中每年享受5.5%的利息支出的所得税抵扣。这样，伯克希尔公司就减少了一笔税收支出，现金流量就增加了。

也就是说，表面上看伯克希尔公司需要支付的年利率是5.5%，可是由于减少了税赋支出，实际上的债券成本就没这么高了。虽然具体地说能够减少多少费用很难精确计算，但毫无疑问，这是一种节税方式。

巴菲特高兴地说，这次零息债券的发行和承销是由所罗门公司负责的，该公司为伯克希尔公司提供了“宝贵的建议和完美无缺的执行结果”。

巴菲特特别指出，其他公司尤其是Loews公司和摩托罗拉公司发行的债券，与这种零息债券具有很大区别。对于后者发行的这种债券，巴菲特和查理·芒格一直有很大的意见，认为“看不懂”。巴菲特说，这些债券的发行隐藏着欺骗行为，投资者购买这种债券是有风险的。

要了解这一点，就必须先了解一下美国的债券发行史。

第二次世界大战期间，当时美国最流行的债券是E系列美国储蓄零息债券，几乎每家每户都会买。当然，当时还没有零息债券这个名称，但实际上就是零息债券。

当时的这种债券面额最小的是18.75美元，10年后可以从美国政府那里得到25美元，年投资报酬率大约为2.9%，这在当时已经是非常高的了。更何况，这种债券由国家信誉担保，随时随地可以变现，所以是一种典型的金边债券。后来，美国又出现了另一种国库零息债券，同样很受投资者欢迎。

可是接下来的问题来了。这种国家信誉担保的债券面额较小，不适

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合于机构投资者购买。这样，一贯善于创新的银行家就出现了，他们把标准的政府债券分拆成普通投资者和机构投资者想要的零息债券。

举例来说，如果某长期国债的期限是20年，每半年支付1次利息，那么银行家就会把它分拆成40张债券，到期日分别是半年到20年不等。如果原来的债券复利率是10%，那么这时候半年期的债券买入价格大约为95.24%，20年期的债券买入价格大约为14.20%。然后，再把这些债券中到期日完全相同的债券合并起来对外出售。这样，所有购买债券的投资者都非常明确自己手中持有的债券将来的报酬率了。

可是巴菲特说，无论什么样的好东西到最后都会变质的。发展到后来，这种零息债券因为在债券发行后一直到债券到期日之前不必付出任何资金，所以出现了一大批垃圾债券，给投资者造成了极大风险。而且，只要该债券还没到期，任何人都不能指责它还不出钱来，当然更没有任何债券发行企业承认自己还不出钱了。只是要到将来企业出不了效益、缺乏现金流，问题才会暴露在光天化日之下。而即使到那个时候，债券发行企业还可以借新债还旧债，进一步推迟风险的到来。

据此巴菲特认为，零息债券这种工具对企业来说确实是好东西。即使能够按时兑现，也能起到节税作用；如果被没有信誉的企业所利用，那便是一种欺骗工具了。从购买者角度看，要特别警惕该债券到期不能支付的风险。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，发行零息债券这种方式确实有助于公司降低负债，但却潜藏着到期无法兑现的巨大风险，所以对于投资者来说，购买这样的债券应当擦亮眼睛，避免把自己陷入其中而不能自拔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 银根紧缩时的投资机会更多

这项融资案的主要承销商 Donaldson 自始至终皆提供我们一流的服务。不像大部分的公司，伯克希尔并不会为了一些特定的短期资金需求而去融资，我们借钱反而是因为当我们觉得在一定期间内（约略短于融资年限）将有许多好的投资机会出现，最佳的投资机会大多是出现在市场银根最紧的时候，那时候你一定希望拥有庞大的火力。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。当然，同样是负债，企业在什么时候借钱也是不一样的。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在 1980 年 8 月发行了 6000 万美元债券，利息率为 12.75%，发行期限为 25 年（2005 年到期）。按照规定，公司将于 1991 年开始提存备偿基金。

他特别指出，伯克希尔公司和其他大部分公司借款不同的是，融资的主要目的是看到今后一个时期内会有大量投资机会出现，需要拥有庞大的火力来追加投资，而不是为了短期资金需求借款的。在巴菲特看来，最佳投资机会大多出现在市场银根最紧的时候。

实际上，这个道理大家都懂。因为市场上银根收紧，这时候的钱就更值钱了。所以他介绍说，同样是负债经营，银根收紧时候的负债经营对提高经营业绩的帮助作用更大，因为这时候的投资机会很多——大家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资金紧张，想投资而没有钱，这时候的火药就更有杀伤力了。

在分析投资对象的类型时可以发现，巴菲特特别偏爱那些会产生现金流而不是消耗现金流的企业。从主观上看，巴菲特是想通过掌握这些现金把它投资于其他方面，获取更大的业绩回报；而从客观上看，对于企业经营来说现金是王，谁有现金，谁就能在机会来临时勇敢地抓住投资机会。如果届时缺乏资金，即使负债经营，这时候的资金使用率也是最高的。

巴菲特曾经说过："由于高通货膨胀的影响，越来越多的公司发现它们必须将所赚得的每一块钱再投入才能维持其原有的营运规模，就算这些公司账面数字再好看，除非看到白花花的现金，我们对之仍保持高度警戒。"这已经说得够明白的了。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，每年他们都要研究上百件企业购并案，其中只有极少数能引起兴趣。无论如何，伯克希尔公司的投资对象都希望是那种能够保持适当的资金流动性、负债比例和结构适当、并且保持充足的资本实力的企业。虽然这样的标准在有些人看来比较保守，也会造成实际投资回报率打个折扣，但却是唯一能够保证投资安全的一种方式。

可是谁都知道，对于伯克希尔公司来说，它旗下有那么多子公司，如何经营、如何负债巴菲特基本上是不管的，说实话，他也管不过来，一方面是没有那么多的精力，另一方面他也不可能样样都懂，他最擅长的地方还是投资企业。在这种情况下，巴菲特又如何来促使旗下的那些企业控制负债规模呢?

巴菲特的秘诀有两条：一是要求旗下子公司的那些明星经理人，要把企业当作是自己唯一的资产一样来长期经营；二是认真考察公司管理层是否优秀。他说，这有点像谈恋爱一样，母亲在女儿恋爱时总是告诉她要"睁大眼睛"，而当结婚以后则要学会"眼睁眼闭"——说穿了，人的性格是很难改变的，你可以了解他，但是很难改造他。

在巴菲特看来，企业经营亦是如此。他说，当你向某个人买下一家企业后，然后又让他以伙计而不是老板的身份继续经营这家企业，在此前后他的心态是非常微妙的。你唯一能做的就是要对这个人有更多的了解。否则，对这个企业了解更多的是他而不是你，如果心术不正，他就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有太多的机会欺骗你。而到那个时候，你后悔也来不及了。

对此，巴菲特的经验是这个人一定要优秀，并且乐意留任，否则他就不会收购该企业。

巴菲特介绍说，伯克希尔公司长期投资的罗克福德银行（Rockford）的创始人杰因·阿贝格（Gene Abegg）1980 年 7 月去世了，终年 82 岁，他就是这样一位非常值得信赖的人。

巴菲特回忆说，当初他们两人第一次见面时杰因·阿贝格就非常坦诚——他把公司的所有不利因素都全部摊在桌面上，即使几年过去后，他还会谈到当时交易时漏掉的细节。

要知道，当初杰因·阿贝格把银行卖给伯克希尔公司时已经 71 岁高龄了，可是依然是那样辛勤工作。他在工作中极少发生失误，一有失误就会立刻报告，因为他永远记得自已是为别人处理钱财。对于像他这样的为人，伯克希尔公司还能要求什么呢？果然，这家早在 1933 年持有现金便足以立刻清偿所有客户存款的银行，业绩表现一直位于全国前茅。

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年年报致股东的一封信中强调说，伯克希尔公司很少负债，如果真的要负债，也会比较保守，宁愿放弃一些非常吸引人的投资机会，也不愿意过度融资。其衡量标志是，每一元钱要至少能发挥一元钱的市场价值。从历史经验看，每当银根收紧时，非常吸引人的投资机会会更多些。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，在全社会资金面紧张的背景下，企业举债所面临的投资机会会更多。伯克希尔公司的原则是，宁愿保守一些也不愿意过度负债。而对于旗下的那些子公司，他则倾向于通过人品来加以把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 检验经营管理层的一杆标尺

伯克希尔的经营团队在许多方面都与众不同，举个例子来说，这些先生女士大部分都已经相当有钱，靠着自己经营的事业致富。他们之所以愿意继续留在工作岗位上，并不是因为缺钱或是有任何合约上的限制，事实上伯克希尔并没有跟他们签订任何契约。他们之所以辛勤工作，完全是因为他们热爱自己的事业，而我之所以用“他们”这个字眼，是因为他们对这些事业完全负全责，不需要到奥玛哈做演示文稿，也不需要编预算送交总部核准，对于任何开支也没有繁复的规定。我们只是简单地要他们像经营自己祖传百年的事业一样来对待即可。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其负债率一定要低；公司负债率越高，那么你的投资风险就越大。他认为，企业负债究竟是因为业务发展所需不得不产生的，还是带有某种个人恩怨和企图不负责任地大肆扩张，实际上是检验管理层的一杆标尺。

巴菲特在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的经营团队在许多方面与众不同。例如，他们中的大部分都已经相当有钱，之所以愿意继续留下来工作，并不是为了要养家糊口或者不得不这样做，恰恰相反，他们完全是因为热爱自己的事业。正因如此，伯克希尔公司对他们的要求是，要把自己经营的该企业当作是自己祖传百年的宝贝一样来对待，并且完全负责，而不需要到公司总部去汇报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在巴菲特看来，如果经营管理层能够把企业当作“自己的”企业来对待，就一定能尽心尽力。相反，如果总部通过各种各样的“制度”来加以制约和规范，总有百密一疏的地方，反而没有前者好。

所以，巴菲特和查理·芒格与伯克希尔公司旗下的那些明星经理人经常保持这种互动方式，这种互动方式与他们和伯克希尔公司股东之间保持的互动模式相一致，归根到底一句话，就是要站在对方立场上看问题。巴菲特认为，经营管理层如果总是从股东角度考虑的话，就不会出现赌博行为式的负债经营，负债率就会降到最低。

俗话说：“冷，冷在风上；穷，穷在债上。”一个企业如果没有不必要的负债，相反还有充裕的现金，这个企业的业绩就差不到哪里去。

巴菲特在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司1995年收购了犹他州家具行业的龙头老大 R. C. Willey 公司。原来的经理人 Bill 以及该公司大部分经营团队都是摩门教徒，根据他们的宗教习惯星期天是不做生意的。按理说，星期天正是销售旺季，Bill 继续领导该企业后依然坚持星期天不营业的惯例，这让巴菲特多少有些不爽，可是巴菲特又不能过多地进行干涉，因为归根到底该企业是由 Bill 在具体负责经营管理的。

但是，让巴菲特感到欣慰的是 Bill 真心实意把企业看做是自己的来经营管理，不但负债很少，而且业绩蒸蒸日上。一个最有说服力的数据是，自从1954年 Bill 接手管理该公司以来，年销售额从当时的25万美元一直增长到1999年的3.42亿美元。

Bill 认为，既然 R. C. Willey 能够在犹他州取得成功，那么也应当会在其他地区成功开拓市场，所以他1997年在 Boise 设立了一家分店。巴菲特说，说实话，当时他是为这一举措捏一把汗的，他非常怀疑这种星期天不营业的做法怎么能去抵挡对手全年无休的竞争？不过他还是坚持不干预原则，心里虽这么想，嘴上依然没有说出来，因为他必须尊重 Bill 的商业判断和宗教信仰。

为了打消巴菲特的顾虑，Bill 主动提出了一个非常特别的方案——Bill 愿意自己先投资900万美元以个人名义买下这块土地、建造建筑物，等到生意走上正轨后，再以成本价卖给伯克希尔公司；如果生意没有原来想象的那么好，那么将由他个人承担全部损失，伯克希尔公司不必承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

担一分钱损失，更不用说背上巨额负债了。

巴菲特很感激 Bill 的提议，但明确表示，既然伯克希尔公司想要获取投资报酬，理所应当承担可能造成的风险，没有理由让他一个人承担风险。但 Bill 坚持认为，如果是因为他个人的宗教信仰问题而使得企业经营不善，那么就应当由他个人来独自承担这个苦果。

后来，这个分店于 1999 年 8 月顺利开业，立刻在当地造成轰动。而 Bill 也信守诺言，完全以成本价把两年来建造的该物业移交给伯克希尔公司，不收一分钱利息。

巴菲特感慨地说，从来没有哪一家上市公司的经理人会这样做，至少他从来没有听说过。他说，与这样的公司管理层进行合作，还有什么不放心的呢？值得一提的是，当一个月后这家分店正式开业时业务就已经十分火爆了，规模成为当地首屈一指，把同行远远抛在了脑后。

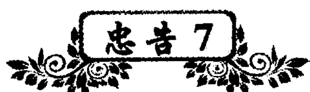
读者知道，企业中有一些负债是因为财产损失引发的，然而优秀的公司管理层却能有效避免这种无谓的财产损失。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，1989 年 9 月他邀请波仙珠宝公司的埃克·弗里德曼为一个聚会讲解珠宝知识。为了加深印象，埃克·弗里德曼特地从奥玛哈携带 2000 多万美元的珠宝到现场。当天晚上，巴菲特表示为这些价值不菲的珠宝如何过夜的安全问题感到担忧，埃克·弗里德曼悄悄地把他拉到一边说，你看到这个保险柜了吗？这里面放的全是假的，真的早已调包了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，公司负债率的高低，能够在一定程度上反映公司管理层的为人、经营管理水平的高低。如果公司管理层真正为股东着想，把企业当作是自己的，就不会过度举债、把公司推向危险边缘了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



自由现金流要持续充沛

★ 两鸟在林不如一鸟在手

奇迹之一就是在伊索寓言里。那历久弥新但不太完整的投资观念，也就是“两鸟在林不如一鸟在手。”要进一步诠释这项原则，你必须再回答三个问题：你如何确定树丛里有鸟儿？它们何时会出现，同时数量有多少？无风险的资金成本是多少（这里我们假定以美国长期公债的利率为准）？如果你能回答以上三个问题，那么你将知道这个树丛最高的价值有多少，以及你可能拥有多少鸟儿。当然，小鸟只是比喻，真正实际的标的还是金钱。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。他最喜欢引用的一句格言是伊索寓言中的“两鸟在林不如一鸟在手”，翻译过来就是中国人通常所说的“现实惠”、“现到手”。在他看来，企业产生的自由现金流，才是投资者所能拥有的最实在的东西。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司评价股票和评价事业的方法没什么两样。而实际上呢，从古到今这个评估所有金融资产投资方式的方法就从来没有改变过。追根溯源，还要回到公元前600年前的伊索寓言那里去。

他说，伊索寓言里有一个历久弥新可是又不是很完整的投资观念，那就是“两鸟在林不如一鸟在手”。为什么这么说呢？要弄懂这个简单道理，你必须回答三个问题：首先是这个树林里究竟有几只小鸟？其次是它们什么时候会同时出现在你面前？最后是捕捉这些小鸟你需要投入多大的成本？

巴菲特在这里说这个寓言故事的真正含义是，在上市公司这些“树林”里，只有搞清楚一共有多少只小鸟，你才能知道该股票具有多大的投资价值；只有搞清楚同时会出现在你面前多少只小鸟，你才能知道你能获得多大的投资报酬；与此同时，你还应当用美国长期公债利率来比较你的投资成本，看能否超过平均投资回报率。否则，即使你能捕捉到这些小鸟，可是由于投资成本过高、最终所得报酬率甚至要低于长期国债，这样的“捕鸟”行为依然是不合算的。

巴菲特说，这一投资理念不但适合于股票投资，还可以扩大到农业、油田、彩票、企业投资等方面，即使是蒸汽机的发明、电力设备的运用、汽车的问世、互联网的应用，都无法改变这样的定律。

他说，你无法想象有谁只要在电脑上输入正确的数字，就能轻轻松松地获得资金运用的最佳途径！

巴菲特认为，投资者一定要注重自由现金流这个指标，这才是投资者能够实实在在拥有的东西。至于其他的投资原则如股利报酬率、本益比、成长率，除非能够提供该企业未来现金流流入流出的任何线索，否则这些指标就和股票内在价值的评估没有一点关系，有时候甚至还要起反作用。

为什么会起反作用呢？他解释说，许多证券分析师和投资家把“成长型”、“价值型”列作两种截然不同的投资类型，这简直不可思议。在巴菲特看来，成长是股票的基本要素之一，如果不“成长”还要投资该股票干什么呢？但是“成长”并不一定就会增加企业内在价值。

巴菲特的意思是说，某家企业在成长，当然它会获得相应的业绩增长，可是这应当和伊索寓言中捕捉这只小鸟所付出的成本相比较。更不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用说树林里有多少只小鸟、什么时候会出现其中充满变数，谁也无法精确计算出来。可是，如果真的根本无法精确计算出来，尤其是那些变化大的行业和企业，要做到这一点更不容易，无论如何最终得出的数据都很玄乎。既然这样，自由现金流就是一个比较容易衡量的指标。

巴菲特说，虽然现在无论该股票的价格是否物有所值、只关心别人会不会以更高价格把你手中的股票买走这样一种“投机主义”广泛盛行，看起来也没有违法，也谈不上不道德，并且这还是一个全球性的问题，可是这却不是巴菲特和查理·芒格喜欢玩的游戏。

他们的观点是，如果自己两手空空地参加聚会，又怎么能希望聚会结束后自己满载而归呢?

巴菲特的意思是说，投资股票必须考察该公司的自由现金流有多大，而不是盲目投资。如果该股票根本没有投资价值，你又怎么能希望它给你创造丰厚的业绩回报呢?

巴菲特说，许多投资者对股市回报给予不切实际的想法。与之相应的是一种荒唐的说法叫“价值创造”。他说，打死他也不相信，那些从来就不赚钱甚至是亏钱的企业能够创造出什么价值来?

就好比说，在这个树林中根本就没有一只鸟，你又怎么能从中捕捉到鸟儿? 那些利用市场泡沫创造出来的泡沫公司，最终的目标不是让投资者赚钱，而是赚投资者手中的钱。说穿了，这是一种过去“连锁信”骗局的现代版，因为这些企业根本就不产生自由现金流。

巴菲特实事求是地说，他从来没本事从一堆不成气候的上市公司中找到幸运儿的超能力，而是学着从2600多年前古老的伊索寓言中所教导的方法，从比较保守的角度去估算每一只股票每年的现金流入和流出状况。虽然无法做到很精确，但这样做确实是投资股票所必需的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者投资的股票其自由现金流是否持续充沛是很重要的，自由现金流是投资者能够实实在在拥有的东西。就好比说一片树林中根本没有鸟，你又怎么能期望从这里捕捉到鸟儿?

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 有了金刚钻才能揽到瓷器活

当保险公司购买再保险时，他们买下的只是一纸承诺，而其有效性可能要在几十年后才会受到考验。在再保险世界中，没有任何一家公司可以比通用再保及国家产险更具保障性。此外，不像其他大部分的再保业者，我们几乎将所有承担的风险自留下来，因此我们的理赔能力，不必再依赖其他再保公司的能力或意愿。这种独立的财务实力，在可预期一定会发生重大灾难的保险世界来说尤其重要。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。在再保险领域，伯克希尔公司就以其强大无比的自由现金流，接下了许多别人不敢接的大订单。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，在保险公司购买再保险时，他们买到的实际上是一纸承诺。因为购买再保险后，究竟会不会遇到需要理赔的事，往往要在横跨几十年的时间段中才能反映出来。与其他再保险公司相比，没有哪家公司可以比通用再保险公司和国家产险保险公司更具有保障性的了。

除此以外，与其他大部分再保险公司所不同的是，伯克希尔公司由于强大的自由现金流作保证，所以即使遇到所有的承保风险一起发生，也可以不依赖于其他再保险公司的能力，独自承担理赔业务。这种实力在预期今后一个时期内一定会发生重大灾难时，显得尤其重要。

巴菲特承认，自从伯克希尔公司1998年购并通用再保险公司后，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司就一直是伯克希尔公司的“问题孩子”。并且由于该公司规模庞大，所以它对伯克希尔公司的连累作用尤其大。真的要感谢通用再保险公司经营管理层的正确领导，所有的核保纪律和损失准备提列 2003 年都已经到位，这些问题全都解决了。

通用再保险公司虽然不能保证说今后就不会出问题了，但显而易见，该公司强大的自由现金流将成为伯克希尔公司未来获利成长的重要推动力，它的财务实力是其他同行所无法比拟的。更不用说，就在 2003 年其他同行的信用等级纷纷被降低的同时，该公司的实力又更上一层楼，通用再保险公司以及她的姊妹公司国家产险保险公司，一跃成为全球主要再保险公司中唯一具备 AAA 最高信用等级的企业。

巴菲特特别指出，这里尤其要感谢詹·阿杰在过去 18 年中连续为伯克希尔公司作出巨大贡献的同时，在处理超大型特殊风险方面所作出的成绩。这种超大型特殊风险，通常是其他再保险公司无法承担的灾难性风险，如加州大地震，以及其他一些非常特别的保单。

例如，2003 年百事可乐公司就曾经举办过一次摸奖活动，每位参加者都有机会获得 10 亿美元大奖。10 亿美元当然不是一个小数字，百事可乐公司理所当然想分散这种风险，而他们首先想到的就是实力强大的伯克希尔公司。就这样，伯克希尔公司独立承担了这次摸奖活动的所有风险。

按照协议，如果真的有顾客抽到了 10 亿美元奖金，因为要实行分期支付方案，伯克希尔公司实际承担的马上要掏出现金的风险是 2.5 亿美元。2003 年 9 月 14 日摸奖活动正式举行，大家屏住呼吸等待这一刻的来临，所幸的是大奖并未被抽出。所以，2004 年百事可乐公司还准备再次举办这样的摸奖活动。

为此，巴菲特提醒公司股东说，大家最好要有这样的心理准备，万一类似于这种活动需要伯克希尔公司理赔的话，公司的业绩可能会受到较大的影响。不过从长期来看，公司实力还是堪称无虞的。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，2005 年初伯克希尔公司控股 80.5% 的美中能源公司（MidAmerican Energy），收购了为美国西部 6 个州提供电力服务的亚泰集团（Pacifi Corp）。由于后者是一家公共服务机构，所以需要经过许多监管部门的批准。更重要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，为了收购亚泰集团公司，伯克希尔公司要求专门为此购买34亿美元的美中能源公司普通股股票，然后把这些股票交给美中能源公司，再加上17亿美元的银行贷款一起完成收购交易。

容易看出，这里一下子要拿出51亿美元资金收购该集团，这实在是一笔不小的数额。而这样庞大的收购业务，也只有伯克希尔公司能够啃下来。

巴菲特客观地评价说，对于这种政府监管的公用事业来说，伯克希尔公司投资这样的企业是不能指望从中获得特别高的盈利的，但这样的投资能够为伯克希尔公司的巨额资金创造合理收益提供机会。也就是说，这种数额庞大的社会业务，对于资金规模同样庞大的伯克希尔公司来说，堪称是门当户对。今后，伯克希尔公司将继续寻求更多这种投资机会。

巴菲特说，伯克希尔公司旗下的子公司中有许多企业由于自由现金流充沛，能够承接到同行不敢承揽的业务，从而创造出较高的投资获利来。他又举例说，伯克希尔公司2003年收购专门生产预制房的克莱顿家园公司（Clayton Homes）以后，许多同行都在亏损，只有该企业盈利丰厚。究其原因在于，该公司的专业能力和伯克希尔公司的财务实力相结合，能够从银行买到银行认为无利可图、又很难提供服务的预制房屋贷款。买入贷款时，该企业的预制房屋贷款规模只有54亿美元，而短短的一年后就增加到了170亿美元，被伯克希尔公司收购后的新增贷款服务资产组合约有96亿美元。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，自由现金流持续充沛的上市公司必然具备强大的财务实力，而这种财务实力反过来又会促进该企业承接到实力较小的同行所无法企及的业务，显示出强者恒强的马太效应来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 自由现金流代表着真金白银

1985 年我们买下斯科特·费策，买到的不但是一家公司，还附带一位优秀的经理人拉尔夫·舒伊。当时拉尔夫·舒伊 61 岁，对大部分注重年龄而非能力的公司来说，他为其服务的时日可能已不多。但是在伯克希尔却正好相反，拉尔夫·舒伊之后又在斯科特·费策公司待了 15 年，直到 2000 年底他正式退休为止。在他的领导期间，相较于当初 2.3 亿美元的买进成本，该公司前前后后总共贡献了 10.3 亿美元盈余给伯克希尔，而我们又利用这些资金再买进其他企业，算下来，拉尔夫·舒伊为伯克希尔贡献的价值可能已超过数十亿美元。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。他以伯克希尔公司投资斯科特·费策公司为例，充分说明了这一点。

巴菲特在伯克希尔公司 2000 年年报致股东的一封信中说，1985 年伯克希尔公司买下斯科特·费策公司时，买到的不仅是一家公司，还附带一位优秀经理人拉尔夫·舒伊（Ralph Schey）。当时他已经 61 岁了，对于大多数注重年龄而不是个人能力的企业来说，这个年龄可能已经太大了，可是伯克希尔公司不这么看。后来，拉尔夫·舒伊在斯科特·费策公司又待了 15 年。在此期间，斯科特·费策公司一共上交了 10.3 亿美元利润，而伯克希尔公司当初的投入成本才 2.3 亿美元。伯克希尔公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司把这 10.3 亿美元上交继续投资其他企业。广义地说，拉尔夫·舒伊为伯克希尔公司所贡献的价值已经达到几十亿美元。

巴菲特兴奋地说，别小看这些数据，这些可都是代表着真金白银啊。所以，作为一名明星经理人，拉尔夫·舒伊绝对可以进入伯克希尔公司的名人排行榜。

读者知道，巴菲特历来十分重视公司管理层队伍建设。或者说，十分重视这支队伍的发掘。在他看来，他们是创造自由现金流的主要推手。

巴菲特在伯克希尔公司 1990 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司投资的那些企业"之所以能够拥有这么多额外的价值，完全要归功于经营它们的这批优秀经理人。"而他和查理·芒格对这支经理人队伍非常满意。

要知道，这些人过去以来一直如此，他们高超的管理才能和人格品质并不是伯克希尔公司培养出来的，伯克希尔公司只是挖掘到了他们，并且给他们提供了一个良好的工作环境，充分发挥他们的主观能动性。而他们呢，则把现金源源不断地送回伯克希尔公司，从而使得他和查理·芒格能够把这些资金更有效地运用在其他领域，使得雪球越滚越大。

为什么说自由现金流是真金白银呢？巴菲特说，因为它不用投资者后续投入，也不用企业举债经营，就能实现业绩和现金流的增长，至少也能保持稳定在过去的相对水平上。毫无疑问，这样的企业当然就是投资者眼里的好股票了。

比较典型的一个例子是，1999 年巴菲特投资 TCA 电信公司时，该股票的内在价值已经很高了，但巴菲特看到它每年都能产生 1 亿美元以上的自由现金流，还是禁不住诱惑买了下来。如果按照巴菲特一贯的投资原则，该企业是怎么也不符合巴菲特买便宜股的投资思路的，这个案例可以看作是一个特例。后来，COX 电信公司巨额收购了 TCA 电信公司，巴菲特成功脱手，从中狠狠地赚了一笔。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，他并不关心宏观经济形势的发展变化。并且他告诫同学们说，投资领域你最主要的是搞清楚那些最重要的、自己能够搞懂的东西，对那些既不重要、又难以搞懂的东西忘了它才是对的。就伯克希尔公司而言，从来就不会根据宏观经济形势的感觉来决定买或者不买某家企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

举个例子来说，1972 年伯克希尔公司购买喜诗糖果公司后不久，政府就实施了价格管制。可是这又怎么样呢？如果当初伯克希尔公司因为政府要实行价格管制的原因没有购买喜诗糖果公司，那就会错过一笔大生意——当初购买喜诗糖果公司时的价格是 2500 万美元，而现在该公司的税前利润高达 6000 万美元。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司旗下的 7 个非金融行业的主要企业的获利水平，在扣除利息和所得税之前高达 1.8 亿美元，扣除区区 200 万美元的利息后，税前利润高达 1.78 亿美元，即使上缴了所得税净利润还有 1 亿美元，股东权益投资报酬率平均高达 57%！要知道，这些可是真正的真金白银啊！

更不用说，这 7 家企业过去 10 年来的内在价值增长率都要高于账面价值增长率，这是巴菲特感到更满意的地方。

毫无疑问，内在价值增长率高于账面价值增长率，与这些企业源源不断地提供自由现金流是分不开的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，企业的自由现金流代表着真金白银，这是企业内在价值高于账面价值的主要表现形式之一。巴菲特根据企业内在价值来投资股票，自然而然地就会注重考察自由现金流这个外在指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 伟大的公司必须现金流充沛

我们要寻找的生意，是在稳定行业中具有长期竞争优势的公司。如果它的成长迅速更好，但是即使没有成长，那样的生意也是值得的。我们只需简单地把这些生意中获得的可观收益去购买别处类似的企业。这里没有什么规定说钱是哪儿挣来的你就必须花在哪儿。事实上，这样的做法通常是一个错误：真正伟大的生意，不但能从有形资产中获得巨大回报，而且在任何持续期内，不用拿出收益中的很大一部分再投资，就能维持其高回报率。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。一家真正伟大的企业，自由现金流必须充沛是其前提条件之一。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司所寻找的投资项目，就是那些在稳定行业中具有长期竞争优势的企业。如果这些企业具有迅速成长性当然更好，可是如果没有这种成长性，只要能产生可观的自由现金流，也是非常值得的。因为伯克希尔公司可以把从中获得的自由现金流重新投入在其他领域。

巴菲特由此总结说，真正伟大的生意不但能从有形资产中获得巨大回报，而且在任何持续期内，不用拿出收益中的很大一部分用于再投资就能维持其原有的高回报率。

巴菲特为什么这样说呢？道理很简单，因为谁都知道现金流是一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业的血液，血脉旺盛当然比贫血要好啦。

就拿伯克希尔公司来说，就能很好地说明这一点。伯克希尔公司的股票价格在全球最高，之所以这样，与该公司始终拥有相当比例的现金是分不开的。

正如巴菲特自己说过的那样："充足的现金流能让我在这个市场犯错误的时候买到价廉物美的好东西。"伯克希尔公司拥有大量的自由现金流，就能在市场最低迷时抄底股市。这些庞大的自由现金流主要来自伯克希尔公司旗下 70 多家企业中的 30 多家大大小小的保险公司。巨大的自由现金流，为提升伯克希尔公司股票价格拓展了想象空间。

巴菲特在伯克希尔公司 2008 年年报致股东的一封信中说，上市公司可以分成三大类：伟大的公司、优秀的公司、糟糕的公司。

在他眼里，"伟大"的公司是投资者投资这样的股票能够得到非常可观的利息，并且这些利息还会随着时间的推移不断增长；"优秀"的公司是当你在不断增加存款的时候，利息依然会很具有吸引力；"糟糕"的公司是指投资这样的企业不但利息收入令人失望，并且还要不断掏钱才能维持这种少得可怜的回报。

如果按照这样的标准来衡量投资对象，读者就很容易发现某股票究竟是属于"伟大的"、"优秀的"还是"糟糕的"一类了。

为了帮助读者更好地理解，巴菲特又举了几个实例来加以说明。他说，在他心目中伟大的上市公司的理想原型是喜诗糖果公司。

喜诗糖果公司所在的盒装巧克力行业，由于美国巧克力人均消费量非常低，所以上升速度缓慢。巴菲特 1972 年收购喜诗糖果公司时投入的资金是 2500 万美元，当时它的税前利润还不到 500 万美元。之后，伯克希尔公司又另外投入 3200 万美元对它进行改造，如今它的税前利润已经达到 13.5 亿美元。对比其他的美国企业，实现利润从 500 万美元增长到 8200 万美元平均需要 4 亿美元资本投入。这样一对比，你就知道喜诗糖果公司有多么伟大了。

更不用说，伯克希尔公司收购喜诗糖果公司后，除了返回给它的 3200 万美元投入外，其余的自由现金流全都输送到了伯克希尔公司，被巴菲特用来收购其他非常具有吸引力的企业。用中国读者熟悉的词语来说，那就是喜诗糖果公司成了伯克希尔公司的"取款机"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特眼里的优秀公司的原型是伯克希尔公司旗下的国际飞安公司（FSI）。伯克希尔公司1996年收购该公司时，它的税前利润还只有1.11亿美元，固定资产净投资5.7亿美元。而在伯克希尔公司收购该公司后的10年间，该公司资产折旧9.23亿美元，资本投入16.35亿美元，其中绝大部分都是用来配套那些飞行模拟器的。2007年该公司税前利润为2.7亿美元，比1996年增加了1.59亿美元，不过与喜诗糖果公司相比还是逊色多了。

巴菲特眼里的糟糕公司，是那种成长速度很快，可是却需要大量资本投入才能维持其原有发展速度、利润很少甚至根本就不赚钱的企业。美国航空公司就具有这种典型性，从第一架飞机诞生的时候开始，就决定了航空公司需要源源不断地投入资金，有时候根本就不创造利润。

除了上面三种类型，更糟糕的要算是亏损投资，投资者别想得到投资利息了，甚至还要赔了老本。巴菲特也有过这样的教训。

例如，伯克希尔公司用4.33亿美元价值的股票买下Dexter制鞋企业，结果呢，最终造成了30.5亿美元的亏损。尤其让巴菲特痛心的是，巴菲特当初这笔投资用的不是现金，而是比现金更值钱的伯克希尔公司股权。这些股权要是放在今天的话，仅仅自然增值就不知要增长多少倍了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，自由现金流是否充沛，是衡量一家企业是否属于“伟大”的主要标志之一。而这个观点是他在对自己的经验教训进行总结的基础上得到的。在他看来，自由现金流比成长性更重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 有没有利润上缴是不一样的

一般的人可能无法体会，我们众多旗下事业的表现到底有多杰出？虽然相较于其他已上市的同业，水牛城日报公司或是斯科特·费策公司的获利表现看起来并不突出，不过大家要了解，大部分上市公司通常会将三分之二以上的盈余保留不分配以支应内部的成长，但是伯克希尔大部分的子公司却将所赚取的盈余分毫不差地缴回母公司。是他们贡献的资金，促成母公司伯克希尔进一步的成长。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。不过在考察自由现金流时，要特别注意该公司有没有向母公司上缴利润，这里有着巨大差别。

巴菲特在伯克希尔公司 1997 年年报致股东的一封信中说，一般人可能体会不到伯克希尔公司旗下的那些子公司表现有多么杰出。虽然与其他同行相比，水牛城日报公司和斯科特·费策公司的业绩表现看起来并不十分突出，可是要知道，大部分上市企业通常会把自己三分之二以上的利润留在企业内部，而伯克希尔公司的大部分子公司却要把所赚取的利润全部上缴给母公司。正是因为它们的利润上缴，才促使了伯克希尔公司的进一步成长。

巴菲特说，千万不要小看这一点。如果上市公司把利润留在企业，用于自身的发展，这对该公司今后的业绩表现会有累积作用。可是伯克希尔公司旗下的子公司却把所有利润上缴给母公司，这样，本该属于这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些子公司的业绩表现中，就有相当一部分转移到了伯克希尔公司。考虑到这一因素，再把这些子公司与同行企业相比，即使业绩表现不再那么突出，而事实上就已经够突出的了。

举例来说，水牛城日报公司、喜诗糖果公司、斯科特·费策公司这三家企业，在1997年以前的几年中上缴给伯克希尔公司的利润高达18亿美元。而伯克希尔公司好好利用这些资金收购其他优秀企业，创造了良好的业绩回报。所以巴菲特实事求是地说，伯克希尔公司对下属子公司这些明星经理人的感谢，不仅仅局限于账面上所能看到的业绩，实际数字要比这大得多。

巴菲特始终认为，单纯从会计账簿上看到的盈利数据很难反映某些公司的实际状况。所以他每年在伯克希尔公司年报中都要首先按照一般会计原则编制详细的分部门信息，然后再按照他自己的理解，重新编制一份能够完整体现伯克希尔公司整个营运状况的相关数据，目的就是要从投资者角度出发，便于投资者更多地了解相关信息。当然，这两种编制方法的最终结果应该是一样的。

例如，每年列在伯克希尔公司旗下子公司账面上的投资利润，就只是其中的一部分。在伯克希尔公司经营早期，巴菲特并没有要求旗下子公司的利润一定要上缴、进行重新分配，事实上，巴菲特历来很重视没有进行利润分配的那部分，因为这部分利润很可能会为伯克希尔公司创造出更高的价值来。

巴菲特的意思是说，这部分盈利如果不分配，保留在旗下子公司账面上，可能会比上缴给伯克希尔公司创造出更高的业绩回报来。那既然如此，伯克希尔公司又何必要它们上缴呢?

原来，巴菲特在这里引入了一个“完整透视盈余”的概念。意思是说，与会计准则要求不同的是，通过某种数据改编，更方便普通读者完整理解总公司和子公司之间的业绩完成情况。

完整透视盈余的具体数据，是在账面利润基础上，加上被投资对象的保留利润（按照会计准则规定，这部分利润无法反映在母公司的账面上），然后要扣除这部分利润上缴给母公司时估计要缴纳的所得税。

巴菲特认为，经过如此这般调整，投资者就容易看出伯克希尔公司及其被投资企业中，实际上取得多大的业绩回报了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于伯克希尔公司来说，巴菲特手中可以运转的资金除了旗下子公司上缴的利润外，还有相当一部分是旗下各保险公司上缴的浮存金。之所以要把浮存金单列出来，是因为浮存金虽然可以随时随地供伯克希尔公司投资之用，但却不属于公司盈利。

伯克希尔公司旗下的子公司中，目前有近一半属于保险公司。巴菲特之所以如此青睐保险公司，原因之一就在于他看好浮存金的关系。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，浮存金虽然不属于伯克希尔公司，可是却能暂时被伯克希尔公司所用。从发展趋势看，伯克希尔公司手中拥有的浮存金数量在不断增加，究其原因有两方面：一是在保险业务中通常是先收取保险费用，然后在一年左右后才提供保险服务，这样，这部分资金就被闲置了下来，可以另派用场；二是目前发生的财产损失并不表明保险公司马上要进行理赔，一般来说，从发现损害到调解，到问题的最终解决，总要相隔一段时间，有时候这个过程需要好几年，这样，浮存金也会被沉淀下来。

巴菲特回顾说，1967 年时伯克希尔公司的保险浮存金数额为 2000 万美元，而如今（2005 年末）已增长到 490 亿美元之多。

很显然，巴菲特手中拥有的保险浮存金越多，对提高伯克希尔公司的业绩增长就越有利。可是为了保证业务正常运转的需要，浮存金却不能上缴太多。尤其是当保险公司遇到的意外损失很大时，这种做法很可能会付出毁灭性代价，而这正是大多数保险公司的写照。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，伯克希尔公司旗下的那些子公司把所有利润上缴给母公司后，经营业绩和其他同行相差不多。这表明，一方面这些公司能够产生大量的自由现金流；另一方面，它们的实际盈利水平更可观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 资金分配是最重要的管理行为

我们最希望能透过直接拥有会产生现金且具有稳定的高资本报酬率的各类公司来达到上述目的，否则退而求其次，是由我们的保险子公司在公开市场买进类似公司的部分股权、购并对象的价格与机会，保险公司资金的需求会决定年度资金的配置。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。在他看来，资金分配是企业最重要的管理行为，所以不能不高度重视。

巴菲特在伯克希尔公司1983年年报致股东的一封信中说，他最希望能够通过直接拥有会产生现金，并且具有稳定的高资本报酬率的各类公司来达到上述目的。很简单，这种会直接产生现金、并且具有稳定的高资本报酬率的公司，必定会产生持续、充沛的自由现金流。

那么，巴菲特在这里所说的“上述目的”又是什么呢？他特别提到，这就是从长远来看要实现年平均内在价值的增长率达到极大值，最低限度是不能低于美国大企业的平均水平，为此，伯克希尔公司从来不以企业规模大小来作为衡量标准甚至重要标准。

如果做不到这一点怎么办呢？巴菲特说，那就退而求其次，由伯克希尔公司旗下的保险公司部分收购具有这种特征的投资对象。而这时候这些保险公司的资金配置情况，就会直接影响到这种投资和收购行为。

容易看出，巴菲特在20多年前说过的这句话今天仍然适用，并且做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得非常好。事实上，巴菲特的投资理念坚定而简单，几十年来一贯如此。

巴菲特认为，企业最重要的管理行为就是资金分配，因为资金分配能够在很大程度上反映公司管理层的理性程度。

举例来说，如果企业对于利润的再投资，其投资报酬率能超过股权资本成本，那么这时候就应该把所有利润全部用来进行再投资；相反，如果再投资的投资报酬率低于股权资本成本，那么这时候的这种再投资实际上就是低效益的。换句话说，这样的投资越多，效益就越“差”。当然，这里的“差”是相对而言的，并不一定表明就会发生亏损。但无论如何，这种投资行为是不理性的。

对于一家企业来说，如果它产生了自由现金流，并且这种自由现金流的再投资效益低于平均水平，这时候它依然有以下 3 种选择：一是扩大现有业务，二是投资其他企业，三是分配掉。

仔细考察其投资结果，在第一种选择下，继续扩大现有业务只会使这种现金投入的内在价值越来越低，随之而来的是该公司的股票价格越来越低，最终有可能被其他企业收购；采用第二种选择，如果能购买到一家成长型公司，理论上说会对本公司的投资者有激励作用，但巴菲特对此抱怀疑态度。他的理由是，这种做法代价太高，并且新老公司要重新整合成一家新公司，有可能会侵犯股东利益。

相比而言，巴菲特认为第三种做法即把公司获利返回给股东是最明智的。既然该公司没本事把再投资的业绩回报维持在社会平均水平之上，那还不如返回给投资者，让投资者自行处理。

当然，这种返回有两种方式，一是给股东直接派发现金红利，二是回购公司股份，变相提高股票的内在价值。在这两种方式中，巴菲特特别青睐于回购股份。他认为，如果这时候该公司的股票价格低于内在价值，那么这种回购股票对原有股东就是有利的；更不用说，这一举措能够更好地表明公司管理层以股东利益最大化为目的，反过来又会促使公司股票价格的回升。

巴菲特在伯克希尔公司 1980 年年报致股东的一封信中说，他完全赞同政府雇员保险公司经营管理层把当年 1700 万美元利润保留下来不分配的做法。正是因为政府雇员保险公司在两年内陆续回购股票，才使得该公司流通在外的股份从原来的 3400 万股减少到 2100 万股。总股本减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，也就变相增加了原有股东的权益。

巴菲特特别指出，政府雇员保险公司在同行业中取得骄人成绩，原因之一就在于把自己定位于低经营成本企业。由于它的低成本运营，才使得它能够在为客户创造价值的同时，创造大量的自由现金流。它几十年来一直如此，即使在20世纪70年代中期发生危机，也没有削弱这方面的竞争优势。

巴菲特高兴地说，他非常幸运自己当初能以4700万美元的代价买入政府雇员保险公司的股份，要知道，如果是购买一家同样能够每年创造2000万美元利润的企业，至少需要投入2亿美元，有些行业可能还要更高。

巴菲特对可口可乐公司的看法也是这样。正是因为自由现金流的不断增加，才使得可口可乐公司有能力派发现金红利和回购股票。

可口可乐公司第一次回购股票发生在1984年，当时的回购数量是600万股，从此以后每年都要回购，一共回购了4.14亿股，金额高达53亿美元。在这9年间，静态投资53亿美元的股票，到1992年末总价值已达到185亿美元。正是从中尝到了甜头，1992年7月可口可乐公司宣布到2000年前还将继续回购1亿股，占总流通股本的7.6%。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者购买的股票不但自由现金流要持续充沛，还要看它把这些现金流用到了哪些方面。具体地说，就是要看其投资项目的获利回报率是高是低，这是公司管理层最重要的管理行为之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 现金流不能只看账面数字

会计数字并不会影响我们经营或资金配置的决策。当购并成本接近时，我们宁愿去买依会计原则不列示在账面的两块钱盈余，而非那种完全列示在账面的一块钱盈余，这也是我们当要购买整家企业（盈余可完全列示）的价格要比购买部分股权（盈余不可列示）贵上一倍而常常所要面临的选择一样类似。但就长期而言，我们却可期望这些不可列示的盈余透过长期资本利得反映在公司账面之上。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。不过需要注意的是，一个企业自由现金流的大小，不能仅仅看会计账本上的数字。

巴菲特在伯克希尔公司 1983 年年报致股东的一封信中说，会计数字并不会影响伯克希尔公司经营管理和资金分配的决策。当两家企业的购并成本相近时，如果一家企业会计报表上有 1 元钱利润，可是另一家企业有 2 元钱利润，只是没有反映在会计报表上，这时候他宁愿购并后一家企业。这也是有时候伯克希尔公司为什么明明可以以较低价格购买某家公司的一部分，却要以较高价格购并整个企业的原因所在。

巴菲特的意思是说，如果你购买某个企业的一部分，那么很可能会有一部分盈利较高的项目被原企业保留了下来，而卖给你的很可能是“质次价高”项目。道理很简单，俗话说“卖的比买的精”。既然不在账面上反映，那么真正了解底细的还是非本企业莫属。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以他说，伯克希尔公司最希望能够直接拥有那些直接产生自由现金流的企业，如果做不到这一点，就会退而求其次，通过旗下保险公司在公开市场上买进拥有这种特质的部分股权。当然具体怎么买，还要看保险公司当年的资金配置情况。

巴菲特强调，他和查理·芒格一再认为，他们作为伯克希尔公司的股东和经营者，实际上并不是十分重视会计报表所反映的数字。正因如此，所以在每年伯克希尔公司的年报中，都会根据自己的理解来分门别类地反映旗下子公司中每个主要经营行业的获利情况，以帮助股东有一个更明确的判断，而不仅仅是看获利数字比去年增加还是减少了。

正如巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中所说的那样，对旗下子公司的考察，他更关心的是经济护城河是不是变宽了。而考察经济护城河是变宽了还是变窄了，很重要的一个考察点就是看自由现金流是否持续、充沛。

本书认为，如果打个不恰当的比喻，自由现金流也可以看作是一种“水流”，当这种“水流”充足时，经济护城河就“变宽”了；当这种“水流”断流了，河床暴露，经济护城河也就变得窄而又窄了。

当然，这时候无论你看到的经济护城河是宽是窄，都是一种表面现象，除此以外还要看是不是有“暗河”、“地下河”。有时候“暗河”、“地下河”比“地上河”的水流更湍急也说不定。

他说，伯克希尔公司旗下子公司的竞争地位每天都会发生变化，要么变得更加坚强，要么变得更加弱小。让客户更加高兴，减少不必要的成本支出，改善产品和服务，这些都是提高竞争力的途径；相反，如果对客户冷淡，或者容忍不必要的费用支出上升，竞争力就会减退。从每一天来看，这种行为很微小、很难察觉，但天长日久所造成的后果之严重就难以估计了。

巴菲特强调说，如果这些企业的长期竞争地位不断得到改善，这种现象就在不断“加宽护城河”，而这对于想要打造10年、20年之后的企业来说至关重要。

请特别注意他以下的一段话：“当然，我们总是想在短期内赚到更多的钱，但当短期与长期目标冲突时，加宽护城河应该优先加以考虑。如果一个公司管理层作出糟糕的决策以实现短期盈利目标并因此置成本、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

客户满意度、品牌吸引力于不顾，那么，以后再出色的努力也难以弥补由此造成的损害。”他举例说，美国汽车业、航空业的那些公司管理层在处理前任留下的问题时所面临的进退两难，就是一个最好证明。

正是有了这样的指导思想，巴菲特才会重视会计报表却不会被会计报表所蒙蔽。在考察企业自由现金流时也是这样，要把已经反映在会计报表上的数字和没有反映的数字两部分结合起来考察。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，没有人能够精确地知道到底需要多少资金才能足够支付保险公司所承保的保单的索赔。例如，医疗过失责任保险就是一种“长尾”（long - tail）型保险，保险索赔往往要在好几年后才能处理完毕，更不用说还会有其他损失发生，而保险公司对此往往一无所知。

巴菲特的意思是说，对于保险公司这样的行业来说，不要看到会计报表上的盈余比较可观就忘乎所以，说不定危险就在眼前。

他提醒说，保险公司通常对迫在眉睫的损失处理过于乐观。这就好比说，你和一个手持弹簧小折刀的家伙在搏斗，因为他手里也有刀，当你在他喉咙上猛刺一刀后，他还在那里高喊：“你别想靠近我。”而你可以这样回答他：“等你摇摇脑袋后再喊喊看。”

巴菲特的意思是说，对方看上去虽然厉害，但终究快要血流殆尽了。而有些企业就不是这样。例如伯克希尔公司旗下的保险公司 MedPro 公司由于提取了充足的损失准备金，所以在这方面堪称安全无患。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，考察企业的自由现金流不仅要看会计报表上反映的数字，还要看会计报表上没有反映或无法反映的数字。有时候，后者的数字还可能会大于前者，这就是中国人形容的“树枝大于树干”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 政府的自由现金流也是这样

最近大家都在谈论主权财富基金，以及它们如何在购买大量美国公司的股份。这是我们自己造成的，并不是外国政府有什么邪恶的阴谋。实际上，我们的贸易平衡仰仗在美国的巨额外国投资。当我们每天将20亿美元强加给世界其他地区时，他们必定会在这里投资点什么。当他们选择股票而不是债券时，为什么我们要抱怨呢？

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。一个企业是这样，一个国家也是如此。如果把一个国家看做是企业的话，政府的自由现金流也必须持续充沛才能保证国富民强。

巴菲特在伯克希尔公司2007年年报致股东的一封信中说，最近大家都在讨论主权财富基金，以及它们如何大量购买美国的股份，实际上这并不是外国政府有什么邪恶阴谋，而是美国政府自己造成的。

巴菲特说，2007年美元对其他世界主要货币进一步走弱，原因在于美国人对其他国家产品的喜欢程度，超过了其他国家对美国产品的喜爱程度，从而使得美国每天大约要输出给其他国家20亿美元“现金”。

这样，久而久之，美国的自由现金流就严重不足了，从而对美元造成了严重压力，不得不贬值。

一方面，美国人大量购买其他国家的廉价商品会使得美元大幅度贬值；另一方面，美元大幅度贬值又会相应缓解贸易赤字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但巴菲特指出，这种情形并不绝对。他举例说，数据表明，2002 年欧元对美元的汇率平均为 1:0.946，当年美国对第五大贸易伙伴德国的贸易赤字是 360 亿美元。而到了 2007 年，欧元对美元的汇率平均降低到 1:1.37，美国对德国的贸易赤字却上升到了 450 亿美元。

同样的情况也发生在美国对加拿大的贸易中。2002 年美元对加拿大元的汇率平均为 1:0.64，当年美国对加拿大的贸易赤字为 500 亿美元。而到了 2007 年，美元对加拿大元的平均汇率降低到 1:0.93，美国对加拿大的贸易赤字则上升到 640 亿美元。

巴菲特用这组数据是想说明，美元的大幅度贬值确实对缓解美国的贸易赤字有帮助，但不是决定因素。所以，伯克希尔公司 2007 年只拥有一种直接的外汇头寸，那就是巴西货币雷亚尔。

他说，还是在不久以前，谁要是把美元换成雷亚尔那简直是不可思议的事。因为在 20 世纪末，雷亚尔陷入了发行、贬值、退出流通领域的周期性循环中。数字表明，如果 2002 年雷亚尔对美元的外汇指数为 100，那么 5 年后的 2007 年末就变成了 199。这表明，在过去的 5 年里，富有的巴西人至少损失了一半净资产。

巴菲特说，伯克希尔公司一直在努力提高直接和间接来自国外的收益，但毫无疑问，伯克希尔公司的资产和收益仍然主要集中在美国。实际上，这也是为补充美国的自由现金流作贡献。

补充说明一下，什么是巴菲特上面提到的主权财富基金呢？所谓主权财富（Sovereign Wealth）是与私人财富相对应的一种说法，指的是一个国家政府通过特定的税收与预算分配渠道，以及可再生自然资源收入和国际收支盈余等方式，逐步积累起来形成的、由政府控制和支配的、以外币形式持有的公共财富。

也就是说，主权财富基金是国家以外汇形式持有的一种公共财富，毫无疑问，它代表的是国家政府理财方式。

从历史上看，主权财富的理财方式总是非常保守，它追求的是保值而不是增值，所以对本国和国际金融市场的影响非常有限。但是近年来随着国际油价大幅度震荡和国际贸易扩张的急剧增加，如何经营管理主权财富已经成为各国政府的一件大事。

目前最流行的做法是，成立主权财富基金，设立一个独立机构来单

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独管理这些基金，该机构通常独立于中央银行和财政部。

2008 年末，全球主权财富基金管理的资产高达 3.9 万亿美元，比上年增长 18%。从构成看，全球主权财富基金 64% 来源于石油等资源类商品出口收入，其余的才是官方外汇储备、政府财政预算结余、养老金储备等。从规模看，中国国家外汇管理总局旗下的华安投资管理公司拥有资产 3471 亿美元，位列 2008 年全球主权财富基金第 3 位；中国投资有限公司拥有资产 1900 亿美元，位列全球第 8 位。

主权财富基金和官方外汇储备虽然都不是国家拥有的，可是两者也有区别，这主要是：前者不反映在中央银行的资产负债表中，并且与该国政府的国际收支和汇率政策没有必然联系，不会对该国政府的货币供给量产生增减变化。所以，政府在经营主权财富基金时通常胆子较大，为了实现回报最大化的目标，开始敢于承担一定的风险了，不再像官方外汇储备那样追求稳妥。

不难看出，规模庞大并且还在迅速增长的主权财富基金如何投资，将直接影响到各国政府的“自由现金流”。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，规模越来越庞大的全球主权财富基金在一定程度上影响着每个国家的“自由现金流”投向。而个人投资者则可以通过买卖外汇，一方面追求投资效益，另一方面也会有助于调剂自由现金流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 自由现金流有赖于优秀经理人

费切海默兄弟公司在 1988 年进行了一项规模颇大的购并案，查理·芒格跟我对于他们相当有信心，所以我们连看都没有看就同意了这项交易。很少有经营阶层，即便是财富 500 强企业也好，能得到我们这样的信任。因为这项购并案与内部本身的成长，费切海默的营业额可望大幅增长。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者购买的股票其自由现金流要持续充沛，这是考察该股票是否值得投资的很重要的一个方面。而要做到这一点，就必须特别关注该企业管理层是否足够优秀。

巴菲特在伯克希尔公司 1988 年年报致股东的一封信中说，费切海默兄弟公司在 1988 年进行了一项规模庞大的购并案，出于对该公司管理层的高度信赖，巴菲特和查理·芒格连有关协议看都没看就同意了这项交易要求。即使是财富 500 强企业，也很难得到他们这般待遇。他预计费切海默兄弟公司的业务量会因此有大幅度增长。

那么，巴菲特为什么会如此信任他们呢？他解释说，费切海默兄弟公司的 Heldmans 家族，就好像是内布拉斯加家具中心的罗丝·布拉姆金夫人家族。无论家具业还是服装制造业等不是十分有吸引力的行业，在他们手里都会让股东获得好的投资报酬率。而这，就是 Heldmans 五位家族成员为伯克希尔公司所作的贡献。

巴菲特对购并对象管理层的考察和重视是众所周知的，他甚至会因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为公司管理层不愿意继续留下来而放弃购并这个企业，这可是真正的“重视人才”，是标准的人才“一票否决制”。具体涉及自由现金流，巴菲特当然认为，某企业自由现金流是否持续充沛会与该公司管理层有莫大关系了。

巴菲特在伯克希尔公司1995年年报致股东的一封信中说，1995年年末伯克希尔公司完成了购进政府雇员保险公司100%股权的动作。政府雇员保险公司是美国第7大汽车保险公司，接受投保的汽车数量高达370万辆。至此，巴菲特与政府雇员保险公司的个人关系长达45年以上，可以说对该公司的发展历史和业务经营非常了解，这是影响他做出如此巨大动作的主要因素之一。

巴菲特说，他在1950年就读美国哥伦比亚大学商学院研究生时，利用某个星期六坐火车去拜访了政府雇员保险公司后，就对该公司的业务有了非常熟悉的了解。不但认识到该公司的直销形式具有强大的竞争优势，而且了解到该公司管理层非常优秀，从而把该股票确定为他有生以来最心动的第一只股票。

1951年，巴菲特一共4次购买政府雇员保险公司股票。最早购买该股票，是因为他刚担任股票经纪公司业务员，向别人推荐该股票却没有人买，所以只好自己吃下来，当时动用了他个人一半以上的积蓄购买该股票。当年他一共买入350股，总成本为10282美元，到了年末这些股票的市值就上升到13125美元。

遗憾的是，1952年巴菲特就以15259美元的价格把这些股票全部抛了出去，然后买入了西方保险证券公司的股票。之所以会有这一举措，关键是他看到西方保险证券公司的股价相当诱人，市盈率只有1倍左右。可是巴菲特说，20年过去后他才发现这是一个多么大的错误——由于政府雇员保险公司低成本运营、自由现金流持续充沛，当时他卖掉的这些政府雇员保险公司股票这时候的市场价值已经增加到1300万美元。

巴菲特承认，政府雇员保险公司的业绩发展也不是一帆风顺的，而这就与公司管理层密切相关。尤其是在20世纪70年代初期，该公司新任管理层犯了一连串的严重错误，几乎把该公司推上破产倒闭的边缘。当时这种错误的主要表现是过于低估了保险理赔成本，从而使得公司对外销售的保单价格过低。这种不赚钱的生意，业务量越大亏得越多，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而使得该股票的价格也节节走低。

后来，当 1976 年杰克·拜恩（Jack Byrne）执掌该公司，并且采取一系列紧急补救措施后，才使得该公司幸免于难。正是在这种情况下，伯克希尔公司于 1976 年下半年开始大量买入政府雇员保险公司股票，然后陆续加仓，到 1980 年年末时共投入 4570 万美元取得该公司 33.3% 的股权。在接下来的 15 年中，伯克希尔公司一直持股不动，也没有增加股票。但由于该公司不断回购股票，伯克希尔公司原有的这些股份在政府雇员保险公司总股本中所占比重达到 50% 左右。

容易看出，20 世纪 70 年代末，伯克希尔公司大量买入政府雇员保险公司的股票，主要理由之一就是看中以杰克·拜恩为首的公司管理层能够把该公司带出困境，实现业绩的稳定增长和自由现金流的持续充沛，事实上也的确如此。

政府雇员保险公司在 15 年间不断回购股份，需要具备两个条件：一是公司管理层能够创造优良业绩，这样才能把这种业绩转变为自由现金流；二是公司管理层勇于回购股票。这两个条件缺一不可，但都反映了优秀经理人在其中所起的重要作用。

正是看准了这些因素，巴菲特才在 1995 年毅然以 23 亿美元的代价买下另一半原来不属于伯克希尔公司的股份，要知道，这可是天价！

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，持续充沛的自由现金流有赖于该公司管理层的坚强领导和英明决策。当初伯克希尔公司之所以会以 23 亿美元的天价买下政府雇员保险公司的另一半股份，这是一项主要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

忠告 8

净资产收益率指标要高

★ 衡量盈利能力的最佳指标

除非是特殊情况（比如说负债比例特别高或是账上持有重大资产未予重估），否则我们认为“股东权益报酬率”应该是衡量管理当局表现比较合理的指标。1977 年我们期初股东权益的报酬率约为 19%，这比去年同期稍微好一点，但远高于本身过去长期以及当年美国企业整体平均数。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为,净资产收益率(ROE)是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标,所以毫无疑问,要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。

巴菲特在伯克希尔公司 1977 年年报致股东的一封信中说，除非遇到负债比率特别高或者账面上有重大资产需要重新评估的情况，否则，股东权益报酬率就是衡量企业经营业绩比较合理的指标。

股东权益报酬率，也叫净资产收益率或权益资本收益率。净资产收益率在衡量一家企业盈利能力大小方面的作用更大，所以投资者不能单纯地看每股收益有没有增加。如果把关注重点放在净资产收益率指标上，会比只看每股收益高低更能了解公司的真实情况。

所谓净资产收益率，是指股东每投资一元钱最终能赚到多少净利润，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即公司收益与期初股东权益的比率。当然，这里的股东权益应当以原始成本来计价，并且在衡量长期经营业绩时应当包括资本所得（无论是否已经实现）及非经常损益项目等在内。

巴菲特认为，如果有些投资者不懂上述概念也没关系，至少你能看出一条基本标准，那就是净资产收益率越高越好，或者起码要高于竞争对手。他曾经直截了当地表明自己的观点：“我宁愿要一个收益率为15%的资本规模为1000万美元的中小企业，也不愿意要一个收益率为5%的资本规模为1亿美元的大企业。”

他认为，投资者关注净资产收益率的年度变化是必要的，但更重要的是从长期角度看该指标的变动情况。

巴菲特在伯克希尔公司1983年年报致股东的一封信中说：“我们从来不会过于认真地关注单一年度的业绩数字。毕竟，我们凭什么非得认为企业经营活动形成盈利所需的时间与地球围绕太阳公转一周的时间相同呢？相反，我们建议应该至少以5年为周期来大致检验企业的长期经营业绩表现。如果公司5年的平均收益水平大大低于美国产业总体平均水平，警报就应该拉响了。”

为了证明这种长期考察观点的正确性，巴菲特举例说，据美国《财富》杂志1988年出版的投资人手册中的相关数据，在整个美国500家最大的制造业、500家最大的服务业上市公司中，过去10年中股东权益报酬率超过30%的只有6家，最高的只有40.2%；连续10年平均股东权益报酬率达到20%并且没有1年低于15%的公司只有25家。要知道，这1000家企业可都是股市中的超级明星，在这25家企业中有24家企业的股价上涨幅度超过标准·普尔500工业指数。

认真研究这些超级明星企业，可以看到这样两个显著特征：一是其中的大多数企业只使用了相对于其利息支付能力很小的财务杠杆，说得更通俗一点就是，这些企业通常并不需要从外部借款，或者借款数额很小。二是其中除1家企业是高科技企业，另外几家是制药企业外，绝大多数上市公司的业务都非常平凡而普通，这正是巴菲特平常喜爱的类型。它们出售的产品和10年前完全相同，除了销售量更大、价格更高以外就再也没有什么特别引人注目的地方了。

巴菲特由此得出结论说，这25家超级明星企业的业绩表明，上市公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司如果能专注于一个遥遥领先的核心业务，或者不断增强原来就已经相当强大的经济特许权，就能在与同行的竞争中保持优势。这就是为什么从一个相当长的历史时期看（上述例子中的时间跨度是10年，即1977～1986年），这些企业的净资产收益率指标很高的原因。

除此以外，巴菲特还用伯克希尔公司本身的相关指标来证明这一点。他说，从1983年开始，伯克希尔公司的业绩衡量标准就转移到内在价值增长率上来了。公司经营的长期目标是每股内在价值的年平均增长率最大化，而不是企业的经营规模、利润总额。

巴菲特设想，虽然伯克希尔公司未来的内在价值增长率会有高有低，但目标应该超过美国大型股份公司的一般增长率，否则就是“不及格”。事实上，1983年后，伯克希尔公司内在价值增长率的年平均水平超过25%，这张成绩单令他和查理·芒格感到喜出望外。

要知道，伯克希尔公司的资本规模越来越大，这表明要保持原有的净资产收益率指标就已经很不容易。显而易见的是，用1万元成本去赚取1万元利润，比用100万元成本赚取100万元利润要容易得多。

所以，当初在制订这一计划时，巴菲特的设想是伯克希尔公司的年平均内在价值增长率如果能达到15%就很不错了。因为从一个相当长的时期来看，美国股市中几乎没有哪家大企业能达到15%的年复合增长率。而现在年复合增长率居然超过25%，这说明什么呢？这很好地证明了公司股东所得到的实际报酬具有稳定而高速的保障。

他说，投资者如果投资于这种净资产收益率高的上市公司，一定会获利颇丰。而事实上，这一结果也是巴菲特集中投资于几家净资产收益率特别高的上市公司并且长期持股不动所得到的。这再次从一个侧面证明了集中投资和长期投资的正确性。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，净资产收益率指标是衡量公司盈利能力的最佳指标。投资者如果能买入净资产收益率指标最高的股票，然后集中投资、长期持股，就能尽可能多地获取投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 净资产收益率不是孤立的

今年的营业利润约为3100万美元，期初股东权益报酬率（持有股权投资以原始成本计）仅约9.8%，较1979年的15.2%下滑，亦远低于1978年19.4%这个近年度的新高，主要原因包括：(1) 保险承销成绩大幅恶化。(2) 股权资本大幅扩张的同时，由我们直接控制的事业并未同步成长。(3) 我们持续增加对不具控制权股权投资的投入，但我们按比例可分得的盈余按照会计准则却不能反映在账面上。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。不过，净资产收益率虽然重要，却不能把它孤立起来看。

巴菲特在伯克希尔公司1982年年报致股东的一封信中说，1982年伯克希尔公司的经营利润大约为3100万美元，期初净资产收益率大约为9.8%，远远低于1979年的15.2%和近年来的最高点19.4%。

究其原因主要有3条：一是保险业务大幅度下降；二是在公司收购规模不断增加的同时，具有控股权的比重并没有同步增长；三是因为不具备控股权的比重在增加，所以按照会计准则的规定，从这些企业中分得的利润无法列入伯克希尔公司的会计报表中。

从中不难看出，净资产收益率的高低受多种因素影响，既有主观因素，也有公司经营的客观因素，还受会计准则的制约。其实，问题的复杂性还远远不限于此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具体地说，根据美国会计准则的规定，如果控股权在20%以上，那么母公司从子公司中所分得的利润就应该反映在母公司会计报表上；如果控股权在20%以下，则把实际收到的收入列作现金股利，而对没有分配的利润部分则完全不作计算。

当然也有少数情况是例外的。例如，当时伯克希尔公司拥有政府雇员保险公司的股票比重高达35%，由于伯克希尔公司已经把投票权委托给了别人，所以1982年就只能按照成本法来进行计算了。也就是说，伯克希尔公司这时候只能把自己收到的350万美元红利列作股利收入，其他2300万美元没有分配的利润则完全不能反映在会计报表上。

相反，如果当年政府雇员保险公司分配给伯克希尔公司的红利增加100万美元变成450万美元，而没有分配的部分减少到2000万美元，很显然，后者的实际业绩没有前者好，可是反映在伯克希尔公司会计报表上的“业绩”和净资产收益率反而要高。

在具体考察净资产收益率时，巴菲特倾向于那些未来10年以上该指标相对稳定的企业，尤其是其中不需要继续追加资本金就能扩大再生产、提高经营业绩、提高净资产收益率的企业。

例如，巴菲特20世纪70年代初投资的华盛顿邮报公司，该公司多年来的净资产收益率均在15%以上，相当于同行业平均水平的2倍。

巴菲特之所以乐意投资报业公司的原因，除了华盛顿邮报公司经营有方以外，还有该行业普遍具有的盈利模式的共性，即报纸发行量的扩大并不需要增加许多投资；而报纸发行量的扩大，却会带来广告销售收入的大幅度增长。而这两条正符合巴菲特之意。

不过巴菲特也深深知道，由于净资产收益率的计算公式是净利润与净资产的比值，而净利润中既可能包括主营业务收入，也可能包括非主营业务收入，甚至还有一部分是偶然发生的一次性收入，所以它的指标高低具有某种不确定性。

怎么样来防止这种不确定性呢？巴菲特的窍门是以5年以上的考察期来衡量。因为任何一次性收入都不可能连续发生，如果真的“连续发生”了，那么它也就成了一种“稳定收入”了。

仍然以华盛顿邮报公司为例，在互联网的冲击下，纸质媒体的发行量受到冲击，这是一个必然趋势，在考察华盛顿邮报公司的净资产收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率时就不能不重视这一点。相比而言，兄弟企业华尔街日报就把网络版搞得有声有色，订户数量和广告收入都在大幅度增长。如果华盛顿邮报公司固守传统模式，不能紧紧跟上，那么以后的净资产收益率就很难维持在过去的较高水平上。

巴菲特认为，净资产收益率指标应该是一个动态概念，既要看到它的发展过程和趋势，又要看到它受哪些因素影响。只有这样，才能更好地把握该指标的可靠性和稳定性。

那么，怎样才能做到这一点呢？巴菲特认为，必须综合考虑以下各项财务指标：

一是主营毛利率，主要是考察产品的盈利能力。该指标不求最高，但求略高。从长期角度看，只要能略高于同行平均水平就行了。

二是持续稳定的盈利能力。至少要连续考察四五年，看其长期平均业绩高低如何。

三是留存收益盈利能力。也就是没有进行分配的那部分利润的投资回报率高低，这代表了公司管理层运用新增资本的能力大小。

四是资源垄断性。巴菲特认为独特的经济特许权是企业持续获得超额利润的关键所在。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，净资产收益率会受多种因素影响。所以在具体考察该指标时，应当关注有哪些影响因素在起作用。尤其是要以一个相当长的时期例如5年以上来加以考察，这样才不至于看花了眼。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 净资产收益率要作相应调整

所以我们判断一家公司经营好坏的主要依据，取决于其股东权益报酬率（排除不当的财务杠杆和会计做账），而非每股盈余的成长与否。我们认为，如果管理当局及证券分析师能修正其对每股盈余的关注，则股东及一般投资大众将会对这些公司的营运情况有更深入的了解。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。不过由于净资产收益率受多种因素影响，所以要得到正确结果，就可能要对有关因素进行调整，去伪存真。

巴菲特在伯克希尔公司1979年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司判断一家企业经营好坏的主要依据是股东权益报酬率（即净资产收益率），而不是股票业绩的增长与否。当然，这种净资产收益率应当排除不适当的财务杠杆和会计做账。换句话说，这种净资产收益率是实实在在的，里面没有掺假的因素，甚至负债比率也不能过高。

巴菲特在考察净资产收益率时，历来认为必须对会计政策、资产原值、财务杠杆与产业状况等因素有相当了解，才能对该指标作出合理的解释和调整。在这些因素中，最主要的是有价证券计价、非经常损益项目、财务杠杆比率等3大因素。

他的具体观点是：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有价证券计价

巴菲特认为，在衡量年度经营业绩时，有价证券应该按成本价而不是市场价来计算。究其原因在于，证券市场的价格波动会使净资产收益率失真，从而失去比较意义。

例如，如果股票价格大幅度下跌，那么作为净资产收益率的“市场价值”也会大幅度下降。这时候，由于计算公式中的分母变小了，就会使得原来应该很平庸的经营业绩，在这时候计算得到的净资产收益率反而显得相当不错；相反，如果股票价格大幅度上涨，这时候作为净资产收益率计算的市场价值也会相应得到大幅度增长，由于作为分母计算的股东权益相应增大，本该是较高的净资产收益率这时候反而会大大下降。显而易见，这两种情况都与实际结果背道而驰，所以应当剔除按市场价计算的方法，改按成本价计算。

非经常损益项目

巴菲特认为，衡量上市公司经营业绩时，应该排除所有资本性收入和损失，以及有可能影响经营业绩增减的其他特殊项目。

也就是说，投资者应该考察的对象，简简单单的是上市公司由于经营所得实现的每股收益。这个数据表明该公司利用现有资本、通过业务经营尤其是主业经营能产生多少利润。

容易看出，巴菲特的这一招能够达到一箭双雕目的：一方面，能够引导投资者在考察该公司时，把目光集中于公司的经营业务尤其是主营方面是否具有持续竞争优势和经济特许权；另一方面，实际上也是警告公司管理层不要因为业绩不好就要什么花招，蒙蔽投资者的眼睛。

杠杆比率

巴菲特认为，上市公司的收益应当是在没有负债或很少负债的背景下实现的，这才能真正体现股权资本能够带来多少收益。他在伯克希尔公司年报致股东的一封信中，每年都要不厌其烦地提到自己喜欢的企业标准之一就是“少量负债”或“没有负债”。

他认为：“优秀企业的投资决策，会产生令人满意的业绩，即使没有贷款的帮助也一样。”除非特殊情况，例如负债权益比率特别高，或者该公司重要资产的资产负债表账实严重不符，这时候才允许负债存在。

道理很简单，因为这时候该公司本身就不在一个正常状态，不借助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于负债经营根本就无法维持下去，更谈不上起死回生了。

本书认为，从中国人容易理解的思维方式看，财务杠杆（负债经营）在巴菲特眼里可以形容为病人所吃的药。只有当这个企业“病”了才需要用“药”，正常人不需要吃药，正常企业也不需要贷款。不难看出，这一观点和中国人中有太多的人相信负债经营截然相反。

为什么巴菲特会抱有这样一种观点呢？应当说，在正常情况下增加负债的确会有助于提高每股收益，从而提高净资产收益率，可是这却会让企业承受一定的经营风险。负债率越高，承受的经营风险就越大。

在巴菲特看来，这时候即使该企业每股收益再高也不稀罕，因为他根本就不希望他的投资有不必要的投资风险和经营风险。这一点他对伯克希尔公司是这样，对伯克希尔公司所投资的企业也是如此。

巴菲特自知之明地说，有人认为他这种一贯保守的财务政策是一种错误，可是他不这么认为，这一点在伯克希尔公司的经营业绩上就能得到最好的证明。

他说，伯克希尔公司过去的净资产收益率年平均高达 23.8%，就是在杠杆比率符合传统惯例的情况下创造的。在 1965 年股市暴涨时期，伯克希尔公司如果通过大量负债投入经营，取得良好业绩的概率完全可能高达 99%、由于内外部因素影响导致业绩下滑的概率只有 1%。但即使这样，他也不会去冒这个险，过去不会，将来也不会。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，考察净资产收益率指标要剔除一些不正常因素。总的原则是，目光要集中在没有负债或很少负债的背景下，考察该公司通过主业经营能得到多大收益，主要是看是否具有持续竞争优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股息分配与投资报酬率有关

在衡量一家公司长期经济表现时，我们保险子公司所持有的股票会以市价（扣除假设真的实现须付的所得税），而若我们前面所作的推论正确的话，那些不具控制权的股权其未分配盈余虽然不规则，但最后终究会找到路，反映在我们公司账上，至少到目前为止确是如此。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。不过他认为，这里的净资产收益率如果遇到子公司要向母公司上缴利润的话，如果实际上没上缴，那么这时候就要模拟上缴，并且扣除如果真的上缴需要缴纳的所得税，这样得到的结果才是真实的。

巴菲特在伯克希尔公司 1981 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司在衡量下属子公司中没有实行股息分配企业的长期经济表现时，就会在这些子公司所持有的股票市值上，扣除如果真的要进行股息分配而缴纳的所得税。道理很简单，因为那些不具备控股权的企业，它们的未分配利润虽然不能反映在伯克希尔公司年报上，但将来总有一天会通过某种方式出现在伯克希尔公司年报上的。

巴菲特的意思是说，只有经过这样一番调整，才能得到比较准确的净资产收益率。归根到底，无论当年是否进行过实际分配，股息分配和投资报酬率两者之间都有着密不可分的关系。

当然，如果要求更严格一点，还必须把这些子公司所进行的债券投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资、其他投资所持有的股票通通以市场价来计算，这样得到的结果更准确。不过，美国会计准则并没有要求非得这样做。而究竟是否需要这样做，实际上对伯克希尔公司的业绩衡量影响并不大。巴菲特保证说，如果这种影响大到一定程度，他一定会及时报告的。

例如，根据巴菲特的估计，在美国会计准则的核算要求下，伯克希尔公司的账面价值 17 年来从当时的每股 19.46 美元增长到了每股 526 美元，年平均增长率为 21.1%。从绝对值看，1981 年增加了 1.2 亿多美元，其中大约有一半是政府雇员保险公司创造的。

巴菲特提醒说，由于通货膨胀的影响，净资产收益率也会受到贬值。另外还应当考虑到的因素是，投资者应当想一想自己为什么要买股票而不是债券？原因之一就在于希望公司管理层能够利用这笔资金来创造比固定利息收入更高的业绩。投资股票当然比投资债券的风险高，所以在投资者愿意承担更高投资风险的同时，投资股票能得到额外风险收入是理所当然的。追求更高的净资产收益率，就是其中之一。

然而，这只是投资者的一相情愿。从过去几十年来的实践看，某家上市企业的净资产收益率只要超过 10%，就已经算非常优秀的了。也就是说，如果你把 1 元钱投入到这样的企业里，一年后你能得到的本利和大约会超过 1 元钱。在扣除各项税金后，实际净资产收益率会达到 6% ~8%，超过长期国债利率的 5%。

表现在股票价格上，如果该公司净资产收益率能达到 11%，那么其股票价格大约可以上涨到净值的 1.5 倍。这看起来好像很不错了，可是投资者一定要记得还要作横向比较才行。

例如，1981 年美国的长期国债利率高达 16%，而免税公债的利率则高达 14%。投资者如果购买这样的债券，实际上就意味着年净资产收益率能够达到 14% ~16%。可是当年美国企业的平均净资产收益率却只有 14%，从绝对数来看已经很不错，可是横向一比较就发现不怎么样。因为就是这 14% 还要扣除个人所得税，实际到手的就更低了。

举个例子来说，如果该企业当年的净资产收益率为平均数 14%，所有经营利润都分配给股东，扣除各种税金后到达投资者手中的比率是 50%，那么投资者所能到手的只有 7%。

如果这种情况一直持续下去，就相当于投资者手中套牢了一种年利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率为7%的债券，如果投资免税公债却能得到14%。两者一比较，就知道悬殊太大了。而如果该企业不把经营利润分配掉而是用于再投资，那么投资者所能得到的投资报酬率会更低。

巴菲特说，投资者不要想当然地以为当该企业的投资报酬率过低时，企业就会把投资利润分配给股东，让股东自己去寻找投资报酬率更高的项目。这种想法是很天真的。要知道，通货膨胀严重时大多数企业会被迫保留它们所拥有的每一分钱，以便能维持它过去的生产能力。

从这一点上看，通货膨胀就像一条寄生虫，寄生在企业体内。无论该主人的身体状况如何，它都要拼命地从他身上吸取养分。当你看到该企业需要越来越多的应收款项、越来越多的不良存货和固定资产才能维持过去的营业规模，实际上就表明这条寄生虫正在吸取主人的血。

巴菲特说，从目前（1981年）的情况看，如果一家美国企业的净资产收益率只有8%～10%，那么它就根本不够用来进行业务扩张、归还贷款、发放实实在在的股利，因为这些盘子里的利润早就被通货膨胀光了。

那么，投资者又怎样来辨别这种情况呢？巴菲特说，如果上市公司经常提出利润转投资计划、强迫股东再投资，或者发行新股、拿张三的钱发放给李四等，就要注意该公司是不是在想方设法掩饰无法顺利发放股利的窘况了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，净资产收益率与股息分配、通货膨胀、税收之间的关系非常密切。投资者不但要追求高的净资产收益率，而且还要能善于识别该企业是否在想方设法掩饰无法顺利发放股利的窘况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 未分配利润要能“利滚利”

我们认为应该定期检验结果，我们测试的标准是衡量保留下来的每1美元是否能发挥至少1美元的市场价值。而到目前为止，尚能达到标准。我们会以每5年一个循环，而随着净值的成长，这项目标将愈来愈难达成。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。如果该企业利润不分配，应当拿出不分配的足够理由来。

巴菲特在伯克希尔公司1983年年报致股东的一封信中说，上市公司如果要保留利润不分配，只有一条正当理由，那就是每1美元的留存收益至少能够为股东产生1美元的市场价值；而且这种预期必须为充分的历史证据和未来的周密分析所支持。

他说，伯克希尔公司就从来不分配利润，所以经常定期用上述结果来检验，到目前为止还是符合这一要求的。并且今后也会以每5年一个时间段，对照这项标准进行检验的。不过事实上又20多年过去了，伯克希尔公司依然没有分配过利润。

这从反面证明了，伯克希尔公司的留存收益每1美元至少能为股东创造1美元以上的市场价值。通俗地说就是，这种留存收益能够起到“利滚利”的效果，对股东来说，不分配比分配所得到的收益更大。

巴菲特据此认为，投资者一定要注意该上市公司有没有年末分配、分配水平高低，有没有未分配利润，未分配利润的理由和最终效益如何。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

净资产收益率指标要高

通常来说，上市公司投入业务经营的资本来自两部分：一是股东投入的历史资本，二是历年来未分配利润形成的留存资本。既然上市公司要在本该分配给股东的利润中留出一块不予分配，那么就应该变本加“利”地为股东创造更高的价值，否则就没有任何合适的理由这样做。

巴菲特认为，实际上这也是净资产收益率指标的应有内涵。他在伯克希尔公司 1984 年年报致股东的一封信中着重探讨了这个问题，提醒投资者应该这么做。

他说，在判断公司管理层是否应当留存未分配利润时，股东们不能仅仅看这几年来的年末分红是不是提高了、增量资本是不是提高了，然后进行一番简单对比。要知道，如果该公司的核心业务在不断增长，这种简单比较就可能看不出什么问题来。

例如在物价上涨过快阶段，那些具有强大竞争优势的上市公司，仅仅投入一小部分增量资产，就会产生很高的投资回报率，从而产生巨额现金。这时候，该公司如果把大量资金投入到回报率很低的项目中去，也会“一白遮百丑”的，你根本就看不出这种投资低效的项目所存在的问题和潜伏的风险。

举个简单例子来说，如果在一场混合高尔夫球赛中既有职业选手又有业余选手，即使所有的业余选手都是无可救药的笨蛋，也会因为职业选手的技术高超，从而取得较高的洞数成绩。这是因为职业选手的高水平发挥了决定性作用，从而起到“一俊遮百丑”的效果。

所以巴菲特提醒说，投资者要真正分析留存收益的盈利能力并不是一件容易的事，应该根据这种留存收益投入的不同时期来具体分析，而不能眉毛胡子一把抓，仅仅从整体上加以考察，否则就容易出现上述弊端。

不过有一点可以肯定，那就是公司未分配利润所创造的收益至少要高于分配给股东后在股东手里创造的收益，这种未分配才有意义。

毫无疑问，股市中有那么多家公司，它们在这方面的表现各不相同，投资者选择的对象非常广泛。巴菲特介绍说，他的主要任务之一就是要在证券市场上寻找这样的企业：它的盈利状况可以使每 1 美元的留存收益至少能转化为 1 美元的市场价值。

他的自我评价是：虽然他过去也犯过不少错误，但基本上实现了这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一目标。他曾经通过5年一个周期，来考察伯克希尔公司及其投资对象利用留存收益创造价值的盈利能力，结论是："尽管在一些情况下，属于我们所有的留存收益对市场价值毫无影响甚至有负面影响，但在其他大多数情况下，我们所投资的企业1美元的留存收益能转换成2美元甚至更高的市场价值。"

换句话说：一方面，伯克希尔公司所投资的企业中，如果有未分配利润的话，那么留在该公司的未分配利润所创造的价值都起到了"利滚利"的效果；另一方面，伯克希尔公司本身从来不分配红利，主要原因就是因为这种红利放在伯克希尔公司内部不分配，同样能够创造出比分配给股东后更高的投资价值来。从这个角度看，伯克希尔公司股东对此是欢迎的，因为这能让他们得到更大的净资产收益率。

伯克希尔公司及其投资对象为什么会取得这种"利滚利"效应呢？巴菲特总结说："原因在于，我们所投资的大多数公司经营的业务具有真正强大的竞争优势，常常可以通过将增量资本投入业务经营或用于回购股票，创造更多的价值回报。很明显，我们投资的公司所做出的资本决策，虽然并没有为股东分配红利，但总体而言，公司每1美元的留存收益，都为股东创造了远远超过1美元的价值。"

由此可见，要想取得较高的净资产收益率，投资者要睁大眼睛寻找具有持续竞争优势的明星企业，这才是关键之关键。

【巴菲特智慧点睛】

巴菲特认为，如果你所投资的上市公司没有分配红利或没有完全分配掉红利，那么该公司至少应该把这种留存收益创造出比分掉以后更高的投资回报率来才对得起广大股东，股东也才能允许它这样做。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 关注经济商誉是否足够高

如果所收购公司其有形资产净值收益率大大超过市场平均收益率，那么逻辑上这些公司的价值就远远高出其有形资产净值，这种超额回报的资本化价值就是经济商誉……其根本原因是无形资产的结合，特别是一种消费者在与产品和雇员的无数次愉快体验的基础上形成的普遍认同的良好声誉。这种声誉创造了一种消费者特许权，它使产品对于消费者的价值，而不是产品的生产成本，成为售价的主要决定因素。消费者特许权是经济商誉的一个主要来源，其他来源包括不受利润管制影响的政府特许权（例如电视台），以及在一个行业中持续保持低成本生产者的地位。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。在经济商誉较高的企业，净资产收益率通常较高。

巴菲特认为，经济商誉能够创造一种消费者特许权，它使得产品对于消费者的价值，而不是产品的生产成本，构成了售价的主要决定因素。所以，投资者购买股票应当关注该公司的经济商誉是否足够高。因为他坚信，经济商誉非常有助于提高净资产收益率，从而给股东创造出极大的回报来。

巴菲特说，过去他在上大学时对此还没有一个正确认识。因为当时的教科书要求学生重视有形资产，回避那些大部分价值都是经济商誉的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业。可是从收购喜诗糖果公司开始，他第一次真正了解到具有持续竞争优势的企业所创造的巨大经济商誉在给股东回报中所起的作用，才彻底改变了过去的看法。从此以后，他开始倾向于投资经济商誉很大、有形资产需求很少的企业。

懂行的人都知道，根据债券价值评估模型，评估企业股权价值时，企业的有形资产实际上相当于债券的本金，企业未来的现金流量实际上相当于债券未来能得到多少利息。显而易见，在本金相同的条件下，未来能得到的利息越多越好。这就是说，在有形资产投入相同的条件下，通过经济商誉得到的现金流量越多，该公司的内在价值就越高，净资产收益率也就越高。

与此同时，经济商誉的另一项功能是，在通货膨胀条件下，有形资产是会贬值的，有形资产的比重越大，这种贬值速度就越快。可是经济商誉却不是这样，不但不会贬值，还会因为通货膨胀加快升值。

巴菲特的这一观点和现实生活中人们的感觉截然相反。举个最简单的例子来说，当物价上涨过快时，普通百姓喜欢购买黄金保值；对于企业来说，目前最流行的是购买土地建造厂房、大量添置自然设备，主要目的同样是为了保值增值。

可是巴菲特认为，“多年来流传下来的智慧是：对付通货膨胀最好的保护手段是企业大量购置自然资源、厂房设备，或者其他有形资产（口号是‘我们信任的只是货物’）。只可惜传统教条的历史越长，其中包含的智慧反而越少。这种保护并不有效。”

巴菲特说，关于这一点，你从实践中可以看看是否如此。那些资产规模庞大的企业往往只能取得较低的收益率，账上的现金只能满足企业保持现有生产能力的需要，没有更多现金用于企业的实际增长，或者用来给投资者分红，或者用来收购企业。相反，那些拥有庞大无形资产的企业，却能在通货膨胀情况下形成巨大的财富增值，有足够资金用来兼并其他企业。这种情形在传统的媒体传播业中尤其容易看出来。

巴菲特由此得出结论说：“在通货膨胀时期，经济商誉是一种不断给予人们回报的厚礼。”

仍然以喜诗糖果公司为例。这是一家美国最著名的巧克力生产、销售企业，也是巴菲特收购的第一家具有持续竞争优势的企业。他说，之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以收购该公司，原因之一就在于该公司具有定价方面的经济特许权。

如果说这句话不太容易理解，那么翻译过来就是：如果有位顾客想买喜诗糖果公司生产的巧克力，这时候营业员告诉他说这个品牌恰好卖完了，你干脆买一个其他品牌吧，可是顾客不答应，他宁愿穿过一条大街到别的商店去问问有没有，也不愿意买其他品牌；或者，当有喜诗糖果公司生产的巧克力和其他品牌摆在一起时，喜诗糖果公司的价格虽然要比别的高 5 分钱，可是顾客仍然认定这个品牌、愿意多掏 5 分钱来购买这块巧克力，这 5 分钱体现的实际上就是经济特许权的价值。

巴菲特说，特许权是构成经济商誉的主要来源，也是净资产收益率的重要组成部分。1972 年那时，很少有企业会像喜诗糖果公司那样持续保持每年 25% 的有形资产净值税后收益率。伯克希尔所属蓝筹邮票公司 1972 年收购喜诗糖果公司时，付出的代价是 2500 万美元，可是该公司当时的有形资产净值就达 800 万美元，税后利润约 200 万美元。

要知道，这还是在会计政策比较保守、没有借款的背景下取得的。所以，这种经济商誉不但是实实在在的，而且还是保守的。

不过巴菲特指出，以上所述的都是真正的经济商誉，而不是名气更大的“会计商誉”，不要把这两者混为一谈。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，拥有历史悠久、影响力巨大的无形资产，同时对有形资产需求却相对很少，这是超级明星企业的共同财务特征。这样的企业能够产生远远超出同行业平均水平的净资产收益率来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 要保住利润不搞杀价竞争

大家肯定没有看过有公司可以忍受营业收入连续10多年（1986~1999年）持续下滑的经营模式。我必须强调，那种大幅度下滑的原因是没有生意可做，事实上只要我们愿意降低点价格，马上就会有几十亿保单上门，但国家产险公司宁可维持利润也不愿与同业随波逐流，我们从不弃客户于不顾，是客户主动离开我们。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。有些企业为了占领市场不惜与同行杀价竞争，而实际上正确的做法应该是，为了保住利润不要去搞杀价竞争。

巴菲特在伯克希尔公司2004年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的经营思路是一般保险业绝对无法复制的。大家肯定没有看见过有哪一家公司可以忍受因为没有生意可做，营业收入10多年连续下滑的情形。

在这里，巴菲特指的是伯克希尔公司旗下的国家产险公司。该公司在1986年至1999年这段时间里，因为不愿意和同行杀价竞争，所以营业收入持续下降。而实际上，只要它愿意降低保单标准，马上就会有几十亿美元的业务送上门来。可是国家产险公司很明白，如果搞杀价竞争、盲目扩张，到头来依然没有利润，这又怎么去为客户提供服务呢？

显而易见，一个企业如果没有了利润，也就谈不上净资产收益率了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特进一步阐述说，自从伯克希尔公司 1967 年买下国家产险公司后，财产保险便成为伯克希尔公司的核心业务项目之一，成为推动伯克希尔公司业绩不断增长的主要动力来源之一，从而使得伯克希尔公司有足够的资金去源源不断地进行投资和购并，经营业绩越来越好。

那么，伯克希尔公司是怎样摆脱整个产业劣势、做到这一点呢？他以国家产险公司为例说，当年伯克希尔公司买下国家产险公司时，该公司主要从事的是商用车保险和一般责任险，名气并不大，在同行中也没有卓然超群的本领，并且不具备任何信息上的优势。

说句不怕难为情的话，该公司当时甚至还没有精算师。从业务上看，业务保单是通过一般的中介销售来取得的，而这在当时是一种非常落后的做法，运营成本也不是最低的。

巴菲特感慨地说，自从被伯克希尔公司买下以来的 38 年间（截至 2004 年），国家产险公司的表现非常优秀。如果伯克希尔公司当年没有购买国家产险公司，价值很可能不到现在的一半。究其原因在于，国家产险公司宁要利润也不去盲目追求市场规模。为此，该公司曾经连续 10 多年忍受着营业收入连续下滑的局面，坚定信心不动摇。

要知道，如果换了其他大部分企业，是决不会愿意看到营业收入这样大幅度下滑的，决不会有任何一家公司管理层愿意向股东报告说，今年本公司的营业收入大幅度下滑了，而且看起来束手无策。

而实际上，这种情形在保险公司尤其突出。所以你经常看到，有些保险公司为了争夺市场而拼命杀价竞争，这种后果要过好长一段时间（通常要几年）才会被发现。为了能够在账面上好看一点，它们通常在“准备提拨”科目上做文章。比较典型的例子是，当年的 GEI 公司就是因为这种自欺欺人的做法，差一点在 20 世纪 70 年代破产倒闭。

在巴菲特看来，这些企业的经营都没有“原则性”。然而众所周知，企业营业收入下降必然会导致员工裁员，以节省开支。按理说这是正常的，也是可以理解的，可是国家产险公司的做法却不是这样。考虑到员工为了保住饭碗当然会有一种抵触情绪，国家产险公司一再承诺不会因为业务萎缩裁减员工。

巴菲特解释说，究其原因在于，国家产险公司不是那种劳动密集型企业，它可以容忍比较宽松的人员配置，但是却不能容忍不当的定价策

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

略以及松散的核保纪律。这个时候还不在乎核保获利的保险公司，以后也不可能会在乎的。

当然，既然企业不景气时不裁员，那么在企业景气好转时也不能过度招工，否则就难办了，这也是理所当然的事。

巴菲特回忆说，30 年前资本城/美国广播公司总裁汤姆·墨菲的一则小故事让他明白了这个道理。

汤姆·墨菲说，有位员工要求老板增加一个岗位，他对老板说，增加一个人无非就是增加 2 万元年薪开支，没什么大不了的。而老板对他说，虽然这是 2 万元，可是要当它是一笔 300 万元的费用一样来对待。因为你看到的 2 万元是明的，加上各种各样的福利、设施及其他开支，几十年间加起来就不是一笔小数字。再怎么说，人越多，放在厕所里备用的大便纸也会用得越多，这是明摆着的。除非企业将来真的要倒闭了，否则无论他的贡献多么微薄，都是很难解雇他的。

巴菲特说，这就是国家产险公司的企业文化。要做到这些，就必须有一定的盈利水平来维持。为此，企业必须有一定的净资产收益率，决不能为了图一时之快而搞杀价竞争，弄到最后谁都没有钱赚。即使在营业收入连年下滑的背景下，国家产险公司依然累计为伯克希尔公司提供了 9.5 亿美元浮存金，让巴菲特感动不已。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，企业有盈利是最重要的，为此一定要有自己的底线，那就是不能为了盲目扩大市场规模就与同行搞杀价竞争，两败俱伤。他以伯克希尔公司旗下的国家产险公司为例，充分说明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 看有没有明确的经营原则

拉尔夫·舒伊之所以能够成功的原因并不复杂，我的老师本杰明·格雷厄姆45年前就告诉我，画蛇不必添足。尔后在我个人的投资生涯中，我相当惊讶地发现，这道理也适用在企业管理之上。经理人真正应该做的是把基本工夫做好而不分心，这正是拉尔夫·舒伊的做事方法——在设立好正确的目标后，毫不犹豫地放手去做。至于在私底下，拉尔夫·舒伊也是很好共事的人，对于问题他坦率直言，自信却不自大。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。为此，该企业一定要有明确的经营原则，那就是必须盈利。

巴菲特在伯克希尔公司1994年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司1994年年末会计账面上还没有摊销的溢价有5420万美元，这个数字再加上斯科特·费策公司年末的净值9400万美元，表明伯克希尔公司账面上持有斯科特·费策公司的投资成本为1.482亿美元。要知道，这个数字还不到当初伯克希尔公司购买斯科特·费策公司价格的一半。

可是从另一个方面来看呢，斯科特·费策公司现在每年所赚的钱都要相当于当时的2倍。

巴菲特的这段话表明，斯科特·费策公司是一架很会赚钱的机器，它的净资产收益率非常高，伯克希尔公司当初收购该企业是完全正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特特别指出，斯科特·费策公司之所以能取得这样的业绩，完全要归功于明星经理人拉尔夫·舒伊。他说，拉尔夫·舒伊的成功原因其实并不复杂，这就是他的老师本杰明·格雷厄姆45年前就教导他的“画蛇不必添足”。意思是说，企业管理层应该集中精力打好企业经营管理的基本功，在设立好一个正确的目标后就毫不犹豫地去大干一场，而拉尔夫·舒伊正是这样做的。

其实，巴菲特自己又何尝不是如此呢？巴菲特作为全球首富，他从股市中赚的钱当然够多的了。然而他的成功不在于他究竟赚了多少钱，而是每次投资都把不亏损作为底线。他给投资者的忠告就是这样的：第一条原则是不亏损，第二条原则是牢牢记住第一条。

投资者虽然看不到巴菲特所有股票的买卖情况，但从伯克希尔公司年报披露中可以得知，他从来没有割肉卖出股票。而且，伯克希尔公司也从来没有哪一年发生过亏损，有的只是业绩增长速度的快慢，这就是中国人常常听到的“跨大步，迈小步，不停步”。一刻不停地走，当然就越走越高了。

作为全球第一高价股的伯克希尔公司股票，当每股价格高达14万美元时，它的市盈率还只有15倍，远远低于中国股市上每股价格只有几元钱的股票市盈率。

毫无疑问，这种业绩的取得与巴菲特明确的经营理念是分不开的。就好比走路一样，知道自己的目标在哪里，并且知道走哪条路是捷径，咬定青山不放松，就会尽快到达目的地。

千万别以为要做到不亏损是一件轻而易举的事。要知道，有太多太多的投资专家就是因为某一次失误而跌入深渊的。

中国股市中的许多散户，要论某一次或某一年的投资回报率都要远远高于巴菲特20%多一点的水平，可是要在一生中都做到这一点，绝无仅有。最常见的情形是这一次赚了很多钱，可是却在下一轮的股市下跌中亏损连连，终点又回到起点。如果每次都能做到不亏损，哪怕赚得再少，最终也会变成一个天文数字的。

最典型的是投资大师索罗斯，虽然他在10多年前的亚洲金融危机中叱咤风云，赚了很多钱，但最后依然因为损失惨重导致老虎基金关闭、量子基金遭损，最终不得不默默无闻。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，无论是经营企业还是投资股票，一定要有明确的经营原则，那就是不亏损。

例如，巴菲特在伯克希尔公司2005年年报致股东的一封信中说，医疗事故保险是一种十分难以承保的品种，许多保险公司把它看做是梦魇之地。然而，伯克希尔公司却于2005年6月30日收购了有着106年经营历史的医疗保护保险公司（Medical Protective Company，MedPro）。

那么，巴菲特是如何保证投资该公司不至于造成亏损的呢？他分析说，该公司具有以下几个优势：一是该公司将会采用伯克希尔公司旗下的那些保险公司一样的制度，把承保纪律看做高于其他一切的经营目标，绝不允许造成亏损；二是该公司作为伯克希尔公司的一部分，拥有远远超过竞争对手的财务实力，完全可以让客户放心，决不会因为保险公司破产最终索赔无门；三是该公司的首席执行官 Tim Kenesey，会本能地采用伯克希尔公司其他经理人一样的思考方式。

看看，本来是一个令保险同行望而生畏的医疗保健领域，自从加入伯克希尔这个大家庭后就像彻底换了个“人”。归根到底，除了它优秀的明星经理人和背靠伯克希尔公司的强大财务实力，很重要的一点就是经营目标明确，不会为了无谓地抢夺市场份额而杀价竞争；相反，却会把承保纪律看作最高经营目标，而这在巴菲特看来是最重要的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，无论是企业经营还是股票投资都要有明确目标，那就是持续盈利，最低要求是不亏损。而实际上，这两者之间是相通的。上市公司的净资产收益率高了，投资者的盈利也就有了切实保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 某些行业的股票具有特殊性

在保险业普遍存在的第三种情况（这在其他产业并不多见），使得我们能保持相当的弹性：第一，市场占有率并不绝对等于获利率，不像新闻业或是零售业，最后能够存活的不一定是最肥的那个人；第二，许多的保险类种其中也包含我们所从事的主要险种，销售通路并非只有唯一管道，所以进入障碍低，今年业绩不多，不代表明年就一定会很少；第三，闲置的产能在保险业来说主要是在于人力，这部分并不会造成太大的负担，在印刷或是钢铁业的话就不是如此。我们可以在保持慢速前进的同时，随时蓄势待发，准备向前冲刺。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，净资产收益率（ROE）是衡量一家企业盈利能力大小的最常用指标，所以毫无疑问，要选择净资产收益率指标高的企业作为投资对象。不过在具体选择投资行业时，要注意某些行业的特殊性。

巴菲特在伯克希尔公司 1987 年年报致股东的一封信中说，在这方面保险业就是一种比较特殊的行业，正是因为这种特殊性，使得伯克希尔公司能够在运用经营策略时保持相当的弹性。

那么，保险行业都有些什么样的特殊性呢？巴菲特举例说：

第一，保险行业的市场占有率并不一定等于获利率，这和新闻行业、零售业不同。在新闻行业和零售业，如果你没有市场占有率，经营业绩就会受影响；可是在保险行业，这两者之间没有必然关系，有时候做得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

越多越亏，这种市场占有率就没有多大意义。这正是巴菲特一再强调承保纪律的原因所在：首先要的是盈利，而不是保单数量。

第二，保险公司的许多业务品种并不是只有唯一的一条销售渠道。这就决定了保险行业的进入门槛低，对未来具有不确定性。具体地说是，今年的经营业绩不好，并不代表明年就一定不好。这也和许多行业有非常大的区别，因为许多行业会一连几年效益都不好，而在保险行业这种连续性就较小。

第三，当业务不景气时，保险业的闲置产能主要是人员。也就是说人员闲置过多，而这并不会对业务经营造成太大的负担。在印刷行业或者钢铁业，情况就完全不同了。所以伯克希尔公司旗下的保险公司能够得以在慢速前进的同时蓄势待发，随时准备向前冲刺。

巴菲特说了上面这么多，目的就是要求投资者具体问题具体分析，在确定具体投资行业时，要研究该行业所在的某些特殊性，以便更准确地衡量这个行业、这个企业的净资产收益率能否持续地高。

巴菲特说，在保险行业，伯克希尔公司的原则是以价格而不是竞争为导向，这样对股东才有意义，对整个社会才会有帮助。

那么，什么是以价格而不是以竞争为导向呢？说穿了就是，这项保险业务该是多少价格就是多少价格，而不是看同行定什么价格，我要与它竞争，就确定一个比它更低的价格。

根据这个原则顺推，只要市场价格合理，无论什么样的保险业务伯克希尔公司都可以接。尤其是当一些同行因为承保损失扩大、资本不足等原因退出市场时，伯克希尔公司只要认为该项业务有利可图，随时可以进入。一方面，这是因为伯克希尔公司具有强大的财务实力；另一方面，也是因为按照这样的定价策略，该项业务是有利可图的，不至于因为这项“新业务”的开展而入不敷出。

只是可气又可笑的是，当其他同行看到伯克希尔公司开辟这一业务领域后，以为其中有利可图，纷纷以低价杀入争夺市场。这时候的伯克希尔公司虽然同样愿意继续为客户服务，但由于不肯加入低价竞争，所以市场份额不得不被同行抢去。但这时候伯克希尔公司的经营原则依然十分明确，那就是通过这种低价竞争所得到的业务少一些也好，所以往往会暂时退出进行观望。所以巴菲特说，从这一点上看，伯克希尔公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“经常扮演着市场供需矛盾调节的角色”。

巴菲特举例说，伯克希尔公司有一位老股东长年经营着纽约的一家保险经纪公司，该公司有许多客户正是伯克希尔公司希望交往的，但出于职业道德的关系，他只能为他的客户服务。1987 年，美国保险市场价格大幅度滑落，他发现伯克希尔公司的保单费用要比其他同行贵许多，所以他的第一个反应就是赶快把他的客户保单从伯克希尔公司转移到其他保险公司。这样做的理由很简单，因为他必须为他的客户节省费用。

而与此同时，他马上又做了另一个动作，那就是买进更多的伯克希尔公司股票。道理同样非常简单：因为其他保险公司都在杀价竞争，仅有的一点利润全部拼光了，只有伯克希尔公司根据自己的经营原则定价，依然有利可图。换句话说，这时候只有伯克希尔公司的净资产收益率最高，他当然希望自己能拥有更多伯克希尔公司股票了。

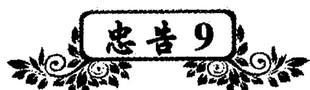
他说，如果有一天伯克希尔公司也加入了杀价竞争行列，他就会进行反向操作——把业务继续介绍给伯克希尔公司，同时抛出伯克希尔公司股票。前者表明，在相同的价格条件下，他宁愿选择伯克希尔公司的服务；后者表明，这时候伯克希尔公司的净资产收益率也会降低到一般水平，他就没有必要继续对伯克希尔公司股票情有独钟了。

这个例子一方面很好地说明了保险业务的特殊性，以及巴菲特是如何坚守自己的经营原则的；另一方面也很好地说明了这位巴菲特的忠实信徒是如何根据净资产收益率来投资股票的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，每个行业的股票在净资产收益率方面的表现有其特殊性。投资者当然既希望能享受到更加价廉物美的服务，但同时也同样希望该公司能够给你带来切实可行、高于一般水平的投资回报率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



股票交易价格必须合理

★ 要以合理的价格买入股票

整体而言，我们在无控制权公司的经济竞争力反而比具有控制权公司的经济竞争力来得佳。可能的原因是，在股票市场上我们可以合理的价格买到部分优秀企业的股权，而若要透过并购谈判的方式买下整家公司，其平均价格远高于市价。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。

巴菲特在伯克希尔公司 1981 年年报致股东的一封信中说，从整体而言，伯克希尔公司在不具备控股权企业方面的投资，其经济竞争力反而要比具备控股权企业方面的投资来得好。究其原因在于，伯克希尔公司买到不具备控股权企业的股票价格，要比通过谈判整体买下某家企业的价格低得多。

所以，从这一点上看，伯克希尔公司并不像有些投资者所想的那样动不动就控股公司。是不是整体买下某家公司要考虑许多因素，巴菲特通常列出的标准有五六条，其中必有一条是买入价格是否合理。如果当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

部分购买该企业比整体购买该企业价格更合理，他同样会选择不具备控股权的投资方式。

巴菲特认为，虽然绝对控股权和不具备控股权两种方式在会计核算上有所不同，反映在伯克希尔公司财务年报上的经营业绩也截然不同，但他从来不以暂时的经营业绩论英雄，而是着眼于长远。

巴菲特说，他在1980年致股东的一封信中就详细探讨了伯克希尔公司不具备控股权部分投资所创造的业绩在核算上有什么不同。

他对股东们说，他很乐意和股东或潜在股东们探讨这些话题。他坚信，虽然这部分企业所创造的经营业绩不能反映在伯克希尔公司财务年报上，可是它们和伯克希尔公司具备控股权的企业（它们的经营业绩可以在伯克希尔公司财务年报上统一反映出来）一样，归根到底仍然是属于伯克希尔公司的，最终构成伯克希尔公司内在价值的一部分。

巴菲特强调，伯克希尔公司对究竟拥有整家公司还是仅仅持有部分股权，并没有特殊偏好。但过去的经验表明，一方面，伯克希尔公司更多的是大笔投资，尽量避免小额投资，这是因为巴菲特认为，如果一件事情一点也不值得去做，那么就算是把它做得再好也没有用；另一方面，伯克希尔公司部分持有股权的投资，其股票交易价格会更低。

巴菲特说，总体来看，伯克希尔公司愿意以每股 a 美元的价格买入一家优秀企业10%的股权，而不是以每股 $2a$ 美元的价格买入该企业100%的股权。而奇怪的是，大多数经营管理层是倾向于后者的，而且理由还不少。归纳起来，这些理由主要有：

一是公司管理层容易兴奋和激动。相对而言，在伯克希尔公司即使购并成功在望，巴菲特形容自己“心跳也不会加快一下”。

二是大多数公司管理层追求的是“规模”而不是“获利”，他们在衡量其他企业时也是如此。他说，你可以问问那些《财富》500强企业的负责人，如果按照获利能力来排列的话，他们的企业会排在第几位？没几个人知道。因为他们不关心企业获利这个更重要的问题。

三是大部分公司管理层过度沉溺于小时候所听到的白马王子的故事，以为一个即将倒闭的企业被他们购并后，就会凭着他们优异的管理能力马上脱胎换骨、起死回生。

巴菲特承认，公司管理层有这种乐观态度是必需的，否则自己怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会甘心情愿地以每股 $2a$ 美元的价格买下该公司、而不是以每股 a 美元的价格从证券市场上买入部分股权。然而，只有当符合以下两个条件时，“白马王子”才会真正出现。

其一，你买到的该股票特别适应通货膨胀，无论这一特征是你有意还是无意间注意到的。这些企业的特征是，很容易调高产品价格，并且不会影响销售量或市场占有率；或者，只要增加额外及少量资本支出，就能使得销售额大幅度增加。当然，这种销售额大幅度增加不一定是产量增加的缘故，很可能是因为通货膨胀因素造成的，但这不要紧。只要符合上述两个特征，即使你用过高的价格买入该股票也照样获利，因为你可以随意通过提高产品售价来提高经营业绩。

其二，你是一位经营奇才，具有“无所不能”的本领。巴菲特兴奋地说，例如汤姆·墨菲就是这样的经营奇才，他有能力把购并目标放在上面所述的那类公司身上，同时他本身所具备的管理才能又能在这方面使他成为佼佼者。但巴菲特承认，像汤姆·墨菲这样的人才实在太少了，以至于到最后发现还是回购股份是最实在的。

巴菲特说这句话的意思是，伯克希尔公司会持续地以合理的价钱购买股票，无论是购买整家公司还是部分股权都是如此。

他在伯克希尔公司 1981 年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司几乎谈成了一笔大买卖，那家企业与其公司管理层都是巴菲特特别喜爱的那一类，可最终仍然因为价钱谈不拢而放弃了。巴菲特说，如果坚持购并下来，很可能会影响伯克希尔股东长期的利益。

说到底，买下这家公司后，伯克希尔公司的规模固然会扩大，但人员素质却会变差。当然，今后如果遇到特别适应通货膨胀的那一类企业，伯克希尔公司仍然会以不错的价格买入的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者要以合理的价格买入股票，无论是买下整家企业或部分股权都是如此。如果价格不合理，这桩买卖就应当放弃。决不要有在高价买入后寄希望于奇迹发生这样一种不切实际的想法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 买入价格比买入时机更重要

对于买进股份我们注意的只是价格而非时间。我们认为，因为忧虑短期不可控制的经济或是股市变量而放弃买进一家长期前景可合理的预期的好公司，是一件很愚蠢的事。为什么仅是因为短期不可知的猜测，就放弃一个很明显的投资决策呢？

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。在处理买入价格和买入时机两者关系时，他认为买入价格更重要。

巴菲特在伯克希尔公司1994年年报致股东的一封信中说，在买进股份时，伯克希尔公司注意的只是价格而不是时间，确切地说，是与内在价值相对照下的股票价格。他认为，如果担心短期因素的影响而放弃买进一家长期来看前景很好的好股票，这是一件非常愚蠢的事。为什么仅仅因为短期不可预测的因素就放弃一只好股票呢？

他回顾说，伯克希尔公司1967年买进国家产险公司、1972年买下喜诗糖果公司、1977年买下水牛城日报社、1983年买下内布拉斯加家具中心、1986年买下斯科特·费策公司，都是在它们遇到困难的时候，但更重要的还是买入的价格合理。

他坦言道，当时在评估每一个购并案例时，伯克希尔公司关心的并不是当时的道·琼斯工业指数走势、美国联邦储备委员会的态度以及美国经济总体发展趋势，而是就事论事，即该公司未来的发展前景，以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入的价格是否合理。巴菲特认为，买下整家企业是这样，买下某家公司的一部分股权也是如此。

巴菲特说，伯克希尔公司在寻找新的投资目标前，会优先考虑增加原有投资的追加项目。他的观点是，既然这家企业过去曾经让伯克希尔公司愿意投入，那么再重复一次这样的过程也应该是很不错的。

例如，伯克希尔公司就非常愿意继续增加在喜诗糖果公司、斯科特·费策公司方面的持股比例，如果实在无法做到 100% 控股，通过股票市场上买入部分股权也是很有意义的。就好像 1994 年伯克希尔公司增加可口可乐公司、美国运通公司的持股比例一样。

巴菲特强调，这里考虑的首先是买入价格。例如，巴菲特第一次购买政府雇员保险公司的股票时间是 1951 年，当时该股票占他个人投资组合的比重高达 70%。25 年后趁着该公司面临破产倒闭的危险之际，伯克希尔公司大量收购政府雇员保险公司的股票。

华盛顿邮报社的收购案例也是如此。他说，在 20 世纪 40 年代他投资股票的第一笔资金中，有一半是来自自己业余投资该报的收入。30 年过去后，伯克希尔公司在华盛顿邮报社公开上市两年时，当时的股票价格特别低，所以买下了华盛顿邮报社的一大部分股权。

巴菲特同时指出，股票买入价格合理并不是绝对看价格高低，而是要与其内在价值相对照。

他在伯克希尔公司 1999 年年报致股东的一封信中说，目前（1999 年）伯克希尔公司所拥有的这些股票价格并不是十分诱人，但是从它们的本质看，它们的内在价值的表现很不错。如果要在以下两种选择中作出选择，他宁愿选择后者：一种是股票价格非常令人满意，但该公司有问题；另一种是股票价格有问题，但该公司非常令人满意。当然伯克希尔公司真正感兴趣的，还是两者都非常令人满意的股票。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，伯克希尔公司在购买企业时从来不预先设定一个目标价格。例如，如果买入成本是每股 30 美元，那么当股价达到每股 40 美元、50 美元、60 美元或者 100 美元时就卖出，诸如此类，等等。当初伯克希尔公司投入 2500 万美元买入喜诗糖果公司时，就没有“如果有人出 5000 万我们就卖”的计划。

巴菲特的意思是说，股票交易价格虽然必须合理，但更重要的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

随着时间的推移该企业能否为自己创造越来越多的获利？如果这个问题的答案是肯定的，那么其他问题就是多余的。

众所周知，巴菲特一直称自己的投资方法是集中投资，从来不做过多的松散投资。其实，这里同样能看出巴菲特有关股票交易价格必须合理的投资原则。

一般来说，对集中投资最简单明了的表述是：选择少数几种股票，这些股票要求能够在长期的市场波动中产生高于整个股市的平均收益，一旦选定这些股票就把大部分资金以合理的价格买入，然后无论股市短期价格如何波动都坚持长期持有下去。这样，你就会远离股市上下波动所带来的困扰。

当然，由于“合理的价格”很难把握，所以这个有效策略虽然简单，绝大多数投资者却不敢采用，担心一旦失误可能会造成巨大的损失。

而巴菲特就有这个本领，他最强的一招就是能够掐住最合理的价格。他对其他投资机构那些令人眼花缭乱的投资组合嗤之以鼻，从来不去做过多的投资，而是集中精力全力以赴投资少数几只股票。如果觉得买入价格不合理，他会耐心地一直等下去。

巴菲特建议投资者为自己投资的股票数设定一定限值，比如一年内只能买卖一两次甚至更少，这样就会迫使自己在众多的股票投资机会中选择到合理的交易价格了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股票买入的价格比时机更重要。如果没有合适的价格就一直等下去，等待它出现。他以国家产险公司、喜诗糖果公司、水牛城日报社、内布拉斯加家具中心等的交易为例证明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不要贪婪烟屁股投资法

如果你以很低的价格买进一家公司的股票，应该很容易有机会以不错的获利出脱了结，虽然长期而言这家公司的经营结果可能很糟糕。我将这种投资方法称之为“烟屁股”投资法。在路边随地可见的香烟头，捡起来可能让你吸一口解一解烟瘾，但对于瘾君子来说，也不过是聊胜于无而已。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。不过，那种贪婪“烟屁股”式的投资方法也是不足取的。

巴菲特在伯克希尔公司 1989 年年报致股东的一封信中说，股票交易的价格合理，并不意味着越低越好。如果你用很低的价格买进某家公司的股票，短期内很可能有机会以不错的获利进行了结，但从长期来看这家公司的经营业绩可能会很糟糕。

他把这种速战速决的投资方法称之为“烟屁股”投资法。就好比说，你在马路边上捡到一个仍然点着的香烟屁股吸上一口“解一解烟瘾”是可以的，可是对于像他这样注重长期投资的“瘾君子”来说就不过瘾了。

巴菲特的意思是说，价格合理也要强调物有所值，而不是一味贪图价格便宜就忽略了长期投资价值。在这方面，他是有过深刻教训的。

巴菲特回顾说，他的投资生涯中所犯的第一个错误，就是当年买下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔纺织公司的控股权。当时他就很清楚纺织公司没什么发展前景，只是看到该股票的价格实在便宜，实在经不起诱惑，才买下了该公司。虽然这笔投资短时间内让巴菲特获利颇丰，但最后他终究发现这种一味贪图价钱便宜的投资方法并不是理想的投资模式。

他说，除非你是清算专家，否则投资这类股票简直愚不可及。

第一，虽然这样的低价格当时看起来很合算，可是从长期来看一点都不值得。因为这种濒临破产的企业问题缠身，通常是一个问题刚刚解决不久，另一个问题又出现了。就像厨房里的蟑螂一样，你虽然只有看到一只，但实际上绝对不仅仅只有一只。

第二，开始时你购买该股票的价格便宜是一大优势，但很快这种价格优势就会被企业不良的经营业绩所侵蚀。例如，本来是一家价值 1000 万美元的企业，如果你用 800 万美元的价格买下来，当时确实很合算，但前提是你必须马上把这家公司处理掉，无论出售还是清算都行，这时候你得到的获利会很可观。可是如果你想把它经营 10 年，或者必须化 10 年时间才能把它处理掉，那么一开始你能得到的那点可观获利全部贴进去还不够。

巴菲特提醒说，千万别以为这个道理再简单不过，他个人也是在经历了惨痛教训后才真正懂得这个道理的。

就在购买伯克希尔纺织公司之后不久，巴菲特又接二连三地买下了巴尔的摩百货公司、科恩公司（Hochschild Kohn）、多元零售公司等，当时买下来的价格都非常低，而且经营人才也非常一流，甚至在交易过程中还有一些附加优惠，如房地产增值、运用后进先出法核算存货的商品升益等。可是很快就发现不对，他最终用了 3 年时间才以成本价脱手。其中，多元零售公司最终并入了现在的伯克希尔公司。

所以巴菲特总结说，他的个人经验认为，用合理的价格买下一家好公司要比用便宜的价格买下一家普通公司好得多。

有了这样的教训后，巴菲特后来无论投资公司还是买股票都不但要选择最好的公司，而且这些公司必须拥有明星经理人。当然其前提是价格要合理，但不再追求越低越好，而是强调从长期来看物有所值。

他反复强调说，一个明星经理人在遇到一家臭名昭著的企业时，通常是后者占上风。作为投资者，自己能做的就是远离这些企业和行业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特认为，投资者之所以会有这种“捡便宜”的动机，归根到底在于对这个企业、这个行业不是十分了解。可是，如果你十分了解这个企业、这个行业，知道该股票的底牌，虽然不至于依然会这么贪婪，可是投资回报率通常也不会很高。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时说，怎样确定投资项目是一个很难作出的决定。就他而言，对于一个他不敢确信、不理解的东西是不会购买的；可是如果他对一个东西非常确信，也不一定会买，因为这些东西的回报率不会太高。一般来说，他会偏重于对感觉“40% 回报的企业来试手气”。实践表明，投资这样的项目“我们的回报不是惊人的高，但是一般来讲，我们也不会有损失。”

他举例说，1972 年伯克希尔公司买入喜诗糖果公司时，当时该公司的年销售量是 1600 万磅，每磅销售价格 1.95 美元，税前利润 400 万美元，而伯克希尔公司的买入成本是 2500 万美元。

初看起来，这笔投资的价格好像并不低，但巴菲特和查理·芒格认为，该公司有一种还没有开发出来的“定价魔力”。

他盘算说，如果现在每磅 1.95 美元的喜诗糖果能够把价格提高到 2.25 美元卖出去，是轻而易举的事。而不要小看这每磅 0.3 美元的涨价幅度，1600 万磅就可以额外增加利润 480 万美元。

这样一算，它原来每年的税前利润 400 万美元实际上应该看做是 980 万美元。这时候，2500 万美元的买入价格就是合理（划算）的了。所以，巴菲特作出这项决策时没有咨询过任何人，很快就拍板了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股价便宜不能看绝对值而要看相对值。从绝对值看，便宜的股价有可能意味着这是一只垃圾股，这笔投资是烟屁股式的。他以喜诗糖果公司的买入决策为例，说明了怎样看待这种相对性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 选择 A 股 H 股价差大的股票

中石油的 A 股和境外股的价格差别曾经达到 1 倍左右，这太疯狂了，这就意味着用 1 美元和 2 美元在买同样的东西。当这种情况出现时，这就是个信号，肯定有些事情不对了。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。在论述什么股票价格是合理的时，巴菲特有一条秘诀，那就是看同一只股票在不同市场上的价格差别是否足够大。

在 2008 年 5 月 4 日举行的伯克希尔公司股东大会上，巴菲特在回答中国《第一财经日报》记者采访时表示，中国石油 A 股和境外股的价差曾经达到 1 倍左右，这太疯狂了。因为这就意味着用 1 美元和 2 美元可以在不同的地方买到同样的东西。他介绍说，当这种情况出现时就是一个信号，表明肯定有些事情不对了。

巴菲特的意思是说，这时候就存在着投资机会。其实，他的这一见地简单明了，很值得中国投资者在衡量股票价格高低时参考。

用最简单的方式可以这样判断：当某种东西在两个不同市场上的价格不同、尤其是价格差异悬殊时，就意味着实际价值处于这两个价格之间，或者干脆就是小学数学中比较不等式时用到的“两小服从小”——实际价值在两个股票价格中较低的价格附近？

由此是否可以作出这样的判断，当初伯克希尔公司大量买入中国石

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

油 H 股，巴菲特是否也参考了中国石油 A 股和 H 股价格悬殊这一事实？巴菲特虽然没有明确这样说过，但完全有可能，因为这是一个简单事实。

巴菲特在伯克希尔公司 2007 年年报致股东的一封信中说，2007 年伯克希尔公司有一笔很大的股票卖出。最早是 2002 年和 2003 年，伯克希尔公司投入 4.88 亿美元买入中国石油 H 股，占中国石油公司总股本的 1.33%。当时买入该股票时，巴菲特和查理·芒格觉得中国石油公司的价值应该在 1000 亿美元左右。按照当时的价格计算，市场价值只有 370 亿美元。换句话说，这个股票价格应该是很便宜的，只相当于内在价值的 37%。

可是到了 2007 年下半年，随着国际原油价格不断攀升，以及中国石油公司管理层在石油和天然气储备方面所下的工夫，巴菲特简单计算一下得知，这时候中国石油公司股票的市值已经上升到 2750 亿美元左右。这时候虽然中国石油 A 股和 H 股的价差依然存在，可是已经大大缩小了。于是，他当机立断抛出手中拥有的所有中国石油 H 股。

容易看出，虽然某只股票在不同市场上的价格悬殊可以提供发现投资品种的机会，但落脚点最终还是应当在股票价格的合理上。在这方面，巴菲特最善于以有吸引力的价位买入股票了。否则，他也不敢轻易把伯克希尔公司的大量资金集中投入在上述几只股票上。要知道，对于普通投资者来说，这每一笔投资可都是天文数字啊！

例如，伯克希尔公司最早买入可口可乐公司股票的时间是 1988 年 6 月，当时该股票的价格为每股 10 美元。在这以后的 10 个月内，伯克希尔公司总共投资 10.23 亿美元购买了 8340 万股可口可乐公司股票，平均股价为 10.96 美元。到了 1989 年末，可口可乐公司股票市值在伯克希尔公司普通股投资组合中的比重已经占到 35%。

而实际上，早在伯克希尔公司开始购买可口可乐公司股票的前几年，可口可乐公司的股价就上升了，只是因为巴菲特认为这时候自己无法以最有利的价格买到该股票，所以放弃了。而这次巴菲特投资该股票时，实际上整个股市并不看好可口可乐公司。正是在这种情况下，巴菲特仔细算了一笔账，认为这个价格是合理的，所以采取了大手笔买入的做法。

那么，巴菲特是怎样来算账的呢？他认为，当时可口可乐公司的内在价值最少有 207 亿美元，并且有可能高达 324 亿美元，甚至 483 亿美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元，而当时该公司的股票市值却只有151亿美元。这就是说，如果以每股10美元多的价格买入该股票，将来比较可靠的获利应该在27%～70%之间。而当时其他投资机构则纷纷认为，可口可乐公司股票的市盈率、股票价格与账面价值比率、股票价格与现金流的比率等，都是比较高的。换句话说，这时候的股票价格处于高估状态。

正是有了这种意见分歧，巴菲特才有机会以合理（实际上是“非常合算”）的价格大量买入可口可乐公司股票。

而另一家巴菲特重仓持有的华盛顿邮报公司股票，当初他也是这样来估价的。华盛顿邮报公司1973年的市场价值为8000万美元，而根据巴菲特的计算，该公司的内在价值应该在1.5亿～1.96亿美元之间，最高甚至可能达到4.85亿美元。按照最保守的价格推算，这时候购买该股票的获利空间至少在50%以上；换句话说，这时候华盛顿邮报公司的股票价格最多不会有实际价值的一半。而根据巴菲特自己的判断，这时候的价格应该不会超过实际价值的1/4。

有了这样的心理准备，巴菲特才大手笔买入华盛顿邮报公司股票的。因为他牢牢记住他的老师本杰明·格雷厄姆关于安全空间法则的教诲，认为股票投资有了这样的安全空间，就一定能够一箭双雕：一方面，这时候无论股价是否会继续下跌，你的买入价格都是“最低”的；另一方面，一旦股票价格上升，你能得到比其他投资者更多的获利回报。巴菲特虽然基本上不看股票价格高低，但其中的道理是一样的。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，如果一种股票在不同股票市场上有两种不同价格，并且这两种价格悬殊较大，那么就比较容易从中发现投资机会。通过与内在价值相比，就能大致判断这时候的投资安全区间有多大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 老天爷也不同意买入价格过高

虽然我们对于买进部分股权的方式感到满意，但真正会令我们雀跃的却是能以合理的价格 100% 地买下一家优良企业，我们偶尔会缔造如此佳绩（也希望能够再次做到）。这是一份相当困难的工作，比买进部分股权要困难得多。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。当股票买入价格合理时，100% 买下一家优秀企业是最令人雀跃的。

巴菲特在伯克希尔公司 1982 年年报致股东的一封信中说，虽然他过去曾经说过，采用买进部分股权的方式所得到的股票交易价格更合理；但如果能以同样合理的价格 100% 买下一家优秀企业，他会感到更加欢呼雀跃。

他说，伯克希尔公司投资部分股权的做法，只有当伯克希尔公司可以用合理的价格买到吸引人的企业才行得通，而这需要温和的股市来配合。而股市就像老天爷一样，他会帮助帮助过自己的人，却不会原谅那些不知道自己在做什么的人。对于投资者来说，如果买入的股票价格太高，就会抵消该企业未来 10 年的经营业绩。

巴菲特一直强调，衡量企业经营业绩的最佳指标是净资产收益率（当然需要经过必要的调整），不过他在伯克希尔公司 1982 年年报致股东的一封信中承认，这一指标对伯克希尔公司经营业绩的影响越来越小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究其原因在于，随着伯克希尔公司在不具控股权股票（股权比例在20%以下）方面的投资比重越来越大，根据会计准则规定，会有越来越多的利润分配无法反映在伯克希尔公司账面上。

换句话说，伯克希尔公司投资的这些没有控股权的股权投资所得到的经营业绩，有相当大部分无法出现在伯克希尔公司账面上，所以单单计算伯克希尔公司的净资产收益率，已经无法真实反映其经营业绩了。

例如，巴菲特在伯克希尔公司1981年年报致股东的一封信中，通过对伯克希尔公司旗下不具备控股权的4项主要投资进行预测，按照其持股比例，可以分配的年末利润总额高达3500万美元。也就是说，这3500万美元的利润本来是应该反映在伯希尔公司年报上的，现在只是因为伯克希尔公司不具备控股权，所以在年报上无法体现这笔经营业绩。

一年后的1982年，这4项主要投资中有3项持股比例没变，1项持股比例有大幅度增加，随之而来的是这笔不能反映在伯克希尔公司年报上的未分配利润也已超过4000万美元。

巴菲特特别提醒说，这4000多万美元不能入账的经营利润还仅仅是这4项主要投资项目的，除此以外还有其他一些项目。要知道，真正反映在当年伯克希尔公司年报上的经营业绩，包括这4个项目已经发放的1400万美元现金股利在内，还不到4000万美元。巴菲特的意思是说，伯克希尔公司年报上所反映的经营业绩还不到实际业绩的一半！

巴菲特说，他不是在批评会计准则，事实上他也没能力建立一套更好的会计准则。他只是想告诉所有人，会计数字只是评价一家企业的起点而不是终点，而股票交易价格高低则是一目了然的。

巴菲特说，他之所以在年报中罗列出这些数字来，只是要强调它们的重要性。实际上，从纳税角度看，自己也并不一定希望它们都出现在伯克希尔公司的财务年报上。

他只是希望投资者能明白，伯克希尔公司既然存在着这样的差异，那么其他公司也同样会有这种情况存在，而这正是投资者需要从阅读财务年报中所得到的信息。如果做到了这一点，就会有助于投资者“从各式各样的美国企业中挑选价廉物美的公司部分股权，并从一群投资行为有如惊慌失措的旅鼠手中捡到便宜货。”。

股票交易价格合理，一直是巴菲特所追求的。可是无论巴菲特还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伯克希尔公司及其旗下子公司，都犯过“老天爷”也不允许犯的错误。

例如，2008 年 9 月 3 日，伯克希尔公司旗下的可口可乐公司附属全资子公司，宣布收购中国果汁饮料行业排名第一的中国汇源果汁集团有限公司。公告称，将以 179.2 亿港元的代价收购汇源果汁公司已经发行的全部股本，相当于每股 12.2 港元。以汇源果汁公司停牌前一个交易日（9 月 1 日）的收盘价 4.14 港元计算，其中有 1.9 倍溢价。如果该申请获得批准，将成为外资企业在华最大的并购案，也是可口可乐公司历史上金额第二大的收购交易。

消息传出后，各界议论纷纷。2009 年 3 月 19 日，中国商务部依据 2008 年 8 月 1 日起开始实施的《反垄断法》，以可能会“对竞争产生不利影响”为由，正式否决了这项并购申请。随后，汇源果汁公司和可口可乐公司分别表态，表示尊重中国商务部的决定，可口可乐公司同时表明，将不会继续收购汇源果汁公司。

而实际上业内人士表示，这项否决并购的决定，反过来帮了巴菲特的一个大忙。因为 2008 年 9 月可口可乐公司宣布收购汇源果汁公司时，当时金融海啸还没有向纵深发展，当时报出的 179.2 亿港元的收购价格并不低，可口可乐公司随后就因为收购价格太高感到后悔了，公司董事会内反对收购的声音也越来越多。

常言道：“一言既出，驷马难追。”可口可乐公司既然已经签订了意向协议，就不能反悔，反倒是这项否决给了可口可乐公司一个台阶。



巴菲特认为，股票买入价格过高，会抵消未来 10 年的经营业绩，这是老天爷也不同意的事。老天爷会帮助帮助过自己的人，却不会原谅不知道自己在做什么的人（暗指这是一种不理智的投资行为）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 研究股票而不是主力动向

市场上有所谓专业的投资人，掌管着数以亿万计的资金，就是这些人造成市场的动荡。他们不去研究企业下一步发展的方向，反而钻研于其他基金经理人下一步的动向。对他们来说，股票只不过是赌博交易的筹码，就像是“大富翁”里的棋子一样。他们的做法发展到极致，便形成所谓的投资组合保险，一个在1986～1987年间广为基金经理人所接受的一种策略。这种策略只不过是像投机者停损单一样，当投资组合或是类似指数期货价格下跌时就必须处分持股。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。讨论买入价格是否合理，关键要与其内在价值相比，而不是看主力机构的炒作动向。

巴菲特在伯克希尔公司1987年年报致股东的一封信中说，1987年美国股市的表现非常精彩，可是最后股指却没有上升多少，道·琼斯工业指数全年只上涨了2.3%。回过头来看，股票指数就像过山车一样，10月份以前一路蹿高，然后就突然收敛下来。

巴菲特分析说，究其原因在于市场上有一些所谓的专业主力机构，他们掌握着数以亿万计的资金，造成了市场动荡。

这些主力机构不去研究上市公司下一步的发展方向，而是把主要精力用在研究同行下一步如何操作的动向上。对他们来说，股票只不过是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一种赌博交易筹码，并且还推出了各种主力机构普遍接受的一种策略，那就是所谓“投资组合”。当股市下跌到一定幅度时，这种投资组合就会涌出一大堆卖单，推动股市进一步下跌。例如，在 1987 年 10 月，这笔资金的规模高达 600 亿 ~ 900 亿美元，随时随地都有可能成为股价迅速上涨或下跌的推动力。

巴菲特说，投资者的正确做法是，要把股票交易价格是否合理与其内在价值相比，而不是看主力机构如何操作、该股票的价格在主力机构操纵下今后是上涨还是下跌。

他忠告投资者，如果你认为这些主力机构是从事“投资”的，那就大错特错了。就好比说，一个理性的主人在买下某农场后，是不会四处委托不动产经纪人打听有谁要买这家农场一样。有谁听说过，因为隔壁的农场最近卖出的价格更低一些，这位主人就急于想把自己所拥有的农场也卖掉？或者，你在几分钟前听到你隔壁的房子比以前更便宜的价格卖掉了，你也就马上考虑是不是也把自己的房子卖掉？

巴菲特说这句话的意思是想表明，上述卖农场、卖房屋的做法看起来十分可笑，可这却是主力机构或投资顾问对你所传授的投资组合风险理论。这种理论在中国股市中也非常普遍，这就是所谓的“止损”。

而在巴菲特看来，用这种观点看待股票价格的高低是完全错误的。股市波动是正常的，作为理性的投资者来说不应当因为股价波动就轻易卖出股票。唯一能够作参考的，应当是看该股票的内在价值，以及将来的发展趋势。

巴菲特说，有这么多资金整天掌握在这样的主力机构手里，股票市场怎么会不剧烈波动呢？由此，一些散户投资者就抱怨说，市场是由主力机构操纵的，散户投资者根本一点机会也没有。

巴菲特认为，这种观点非常错误。因为无论你的资金多少，股市面前人人平等；相反，越是市场波动剧烈，对理性的投资者就越有利。

巴菲特的原话是：“只要他能够坚持自己的投资理念，事实上由手握重金的基金经理人所造成的市场波动，反而使得真正的投资人有更好的机会可以去贯彻其明智的投资行动。只要他在面临股市波动时，不会因为财务或心理因素而被迫在不当的时机出脱手中持股，他就很难会受到伤害。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特在伯克希尔公司 2006 年年报致股东的一封信中，以刚过 90 大寿的老朋友许洛斯（Walter Schloss）为例，介绍了他的操作手法。

巴菲特说，早在 50 年多前，当时有一个圣路易斯家属希望巴菲特为他们推荐几位既诚实又能干的投资经理人，而巴菲特向他们推荐的唯一人选就是许洛斯。

许洛斯没有上过大学商学院，甚至没有读过相关专业，但是从 1956 年到 2006 年间却一直掌管着一个十分成功的投资合伙事业。他的原则是，投资合伙人一定要赚钱，否则自己不收一分钱。

那么，他又是如何来操作股票的呢？

巴菲特介绍说，许洛斯从来没有聘请过秘书、会计或其他人员，唯一的员工是他的儿子爱德文，一位大学艺术硕士。

许洛斯和儿子从来不听什么内幕消息，甚至连公开消息也很少关心，完全采用他与本杰明·格雷厄姆共事时的一些统计方法，归纳起来就是简简单单的一句话：“努力买便宜的股票。”

在他们看来，什么现代投资组合理论、技术分析、总体经济学派及其他复杂的运算方法，一切都是多余的。

值得一提的是，许洛斯在他长达 47 年的合伙事业中，投资的大多数是冷门股票，可是其业绩表现却大大超过了同期标准·普尔 500 指数。



巴菲特认为，投资者的重点应当放在股票身上，而不是判断主力机构有没有进入该股票、接下来是不是会拉升该股票。他以许洛斯在长达 47 年投资生涯中从来不关心主力机构为例，充分说明了这一点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 用未来现金流衡量股票价格

我们将实质价值定义为一家企业在其生涯中所能产生现金流量的折现值。任何人在计算实质价值时都必须特别注意，未来现金流量的修正与利率的变动，都会影响到最后计算出来的结果。虽然模糊难辨，但实质价值却是最重要的，也是唯一能够作为评估投资标的与股票的合理方法。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。而要衡量股票价格，就必须看该股票未来年度现金流的折现值大小。

巴菲特在伯克希尔公司 1994 年年报致股东的一封信中说，上市公司的内在价值就是该企业在其未来生涯中所能产生多少现金流量的折现值。任何人在计算该公司内在价值时都必须注意，未来现金流的修正和利率变动，都是会影响最终计算结果的。虽然这种计算结果无法得到精确计算，但这却是能够用来评估投资标的和股票的合理方法。

巴菲特举例说，为了帮助投资者更好地理解这个问题，可以用大学教育来作比喻。如果仅仅从经济角度看，衡量一位大学生“内在价值”的方法是，首先估计他在大学毕业后的一生工作生涯中所能取得多少收入，然后再扣除如果他没有上大学的一生工作生涯所能得到多少收入，这就是他因为上大学而得到的“额外收入”。

把这笔额外收入采用一个适当的利率进行折现，就是截至到他大学毕业时由于接受大学教育所得到的内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这时候他的“账面价值”又是什么呢？毫无疑问，就是他过去所接受教育已经付出的总成本，以及因为上大学而放弃此期间工作所能得到收入的机会成本。

如果计算的结果是“内在价值”低于“账面价值”，就表明他读这个大学从经济角度来看是不值得的。相反，就是非常明智的。

不过无论如何，在衡量内在价值时都必须用到未来现金流的折现值，然后才能与账面价值去进行比较。如果是股票，那么这时候就要通过对未来现金流进行折现，才能更好地衡量股票价格高低。

巴菲特说，其实早在 1942 年约翰·威廉姆斯（John Burr Williams）所写的一本《投资价值理论》著作中就提出了关于企业内在价值的计算公式。他把这个公式简练为以下一段话：任何一只股票、债券或者企业的现值，都可以用它未来年度剩余年限内的现金流入和流出量，用一个适当的利率折现来得到。

他说，根据这个公式，投资者毫无疑问应当选择股票价格最低的那种投资。无论该股票今后的业绩回报变化大不大、销售收入有没有增长，也无论该股票现在的盈利水平和账面价值相差多少，这都表明这时候的股票价格是大大低于其内在价值的。

巴菲特介绍说，除了价格以外，最值得投资的股票是那种在今后一段相当长的时期内，能够把大笔资金用在高回报率投资项目上的企业；相反，最不值得投资的股票，是那种总把资金运用在低报酬率投资项目上的股票。不过就他的经验而言，前者可遇而不可求，因为大部分拥有高回报率的企业都不需要太多的资金投入，并且投资者还能经常得到股息分红，或者从该企业回购股票中得到实惠。

巴菲特认为，虽然这个计算公式看起来好像并不复杂，可即使是一个经验丰富的证券分析师，要想计算出未来年度里该股票的现金流量折现值，也是非常不容易的事。

那么，巴菲特又是如何来对待这个问题的呢？主要途径有两条：

一是只了解自己熟悉的，并且是那些业务相当简单、业绩稳定的行业和企业，这样无形中就把许多不确定因素排除在外了。相反，如果这个产业非常复杂，自己根本就搞不明白，或者这个企业的产业环境一直在改变，业绩发展忽上忽下，他就没有把握来计算该企业未来的现金流量了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二是无论投资什么样的股票，都要坚持安全边际原则。也就是说，如果计算出来的内在价值只是比当时的股票价格高出那么一点点，没有足够的安全空间，伯克希尔公司是不会考虑投资这种股票的。

巴菲特认为，本杰明·格雷厄姆十分强调的安全边际原则在这里能够起到关键作用。相反，如果泛泛而谈“价值投资”就无济于事了。试想，如果你的股票投资不是为了追求“价值”，那还能称得上是“投资”吗？即使你把价值投资理解为以比较低的股票价格/净值比，或者比较低的市盈率买入该股票，投资者依然难以确定该股票就的确有投资价值；相反，如果你买入的股票市盈率比较高，也不能表明这就不是一项有价值的投资。

同样的道理，如果两只股票的成长性相同，也很难保证这两只股票就都有投资价值，更不能保证两只股票的投资价值相同。因为企业规模的成长，并不表明该股票就更具有投资价值。一个很好的例子是，如果美国投资者把大笔资金投入到美国航空业股票上来，即使这些股票同样具有成长性，这种投资价值也会非常惨。

巴菲特的意思是说，投资者只有认真地去算一算该股票未来现金流量的折现值，才能确切知道其内在价值大小、股票价格高低，是不是真的具有投资“价值”。



巴菲特认为，股价高低应当用该股票未来的现金流折现来评估，而不是泛泛而谈其投资价值和成长性。并且，也只有该企业把资金投入到能够增加更多获利的业务上，这种成长率才能给投资者带来实惠。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股市越是下跌投资越安全

我在抛出中石油 H 股时只是说如果股票变得如此之贵，你要非常谨慎投资才行，中国的股市现在确实是下跌不少，但是我并不会预测中国和美国股市走向，我不知道。我们的观点是市场下跌，使其看起来比以前更有吸引力。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。无疑，股市越是下跌，这时候的股票价格就越便宜，投资风险就越小。

在 2008 年 5 月 4 日举行的伯克希尔公司股东大会上，巴菲特在回答中国《第一财经日报》记者采访时表示，他在抛售中国石油 H 股时就感到当时该股票的价格过高了，这时候的投资要非常谨慎才行。半年过去后，中国股市下跌了不少，以后的股市如何发展他不知道，他只知道股市越下跌，股价就会看起来比过去更具有吸引力，更值得投资者买入。

越跌越买，是巴菲特的一条投资法则。他历来认为，如果你想买的股票价格在不断下跌，这应该是一条好消息，因为这会降低自己买入股票的成本。不但如此，股价不断下跌，还会使得伯克希尔公司旗下的那些子公司能够以更低的价格回购股票，从而让股东间接受益。

读者容易看到，在中国股市上，越是牛市投资者越忙，忙着买进卖出，忙得不亦乐乎；越是熊市投资者越闲，整天在营业大厅里抱怨这个抱怨那个，抱怨完了就坐下来打牌、下棋、吃盒饭、织毛衣。因为这时候他们的股票都被套牢了，想割肉不忍心，想进货又没钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特的做法和他们截然相反。越是牛市，巴菲特越闲，因为这时候的投资风险太大，巴菲特选择的是抛掉股票、远离股市，根本不参与大牛市的最后一轮操作，自己打自己的高尔夫球去；而越是熊市，巴菲特越忙，因为到处都是价廉物美的股票，他过去想买都买不到。

常常是，他一上班就给经纪人打电话，给朋友打电话，打完电话后就开始研究股票，看看今天有哪些股票价格跌进了非常值得投资的安全区域，然后就是打电话给经纪人，要求买入这些股票。

有人也许会问，巴菲特从来不看电脑，不看股价，又怎么知道哪些股票值得他买呢？确实，巴菲特从来不在电脑上看股市报价，但他会每天关注《华尔街日报》上刊登的股市收盘价，大概了解一下最近的股市走势如何；除此以外，如果他要买卖股票，可以打电话给经纪人，了解具体价位，然后向经纪人发出指令，要求经纪人在怎样的价格区域买入股票。

巴菲特的股票经纪人说，股市暴跌的时候，巴菲特通常会每天打五六个电话让他不停地买股票，股市越是下跌得厉害，巴菲特要求买入的股票数量越多、次数越频繁。

巴菲特的观点说起来其实很简单。在他眼里，股市下跌就像超市过节所进行的价格打折、促销一样，这个商品价格打折了，可是还是原来的商品，这不是显得它更价廉物美了吗？

这个道理说起来简单，做起来难，关键的一点在于投资者的心态不同。换句话说，股市越是下跌，手中持有股票的投资者心里就越急，因为这意味着他手中的股票价值越来越低；相反，这时候手中没有股票或者股票很少的投资者就越开心，因为他正可以利用这次下跌机会抄底。而巴菲特无论何时手中都握有大量现金，基本上属于后者这种类型。这使得他有条件从从容容地选择合适的股票，以合理的价格买入。

巴菲特为什么有如此神机妙算、手中始终握有大量现金呢？这又要回到他远离股市顶点上来了。正因为巴菲特在大牛市来临时就早早退出股市，所以他手中必然会握有大量现金。相反，中国股民每当大牛市来临时仓位满满当当，有的甚至还要抵押房产、汽车孤注一掷，借钱投入股市。一旦股市从高位下跌，当然就被全线套牢在其中动弹不得了。这就是与巴菲特的最大区别。试想，如果巴菲特也是这种做法，每当股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌时他会比任何人都着急，因为他的投资量大呀！

这种操作手法是巴菲特取得投资成功的重要秘诀。数据表明，巴菲特从1956年成立私募基金巴菲特有限公司，到1966年的10年间，一共赚了11.5倍；而在此期间美国股市大盘才上涨了1倍多。又过了10年，到了1968年左右，当美国股市出现又一波大牛市、股票指数首次突破1000点的时候，巴菲特反而感到非常忧伤，因为这时候他看来看去找不到适合自己投资的便宜股票品种了。

巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，2002年伯克希尔公司在股票投资方面依然没有什么动作，他和查理·芒格对所投资的股票感到越来越满意。一方面，这些股票业绩回报越来越高；另一方面，由于美国股市已经连续下跌了3年，这些股票价格越跌越低，投资吸引力大大增加。可是由于他认为这些股票的价格仍然没有被低估，所以仍然没有增加这些股票比重的打算。

巴菲特的意思是说，这时候增加股票持仓量还没有到时候，还需要等。他说，在他61年的投资生涯（截至2002年）中，大约有50多年有这种类似的机会出现。如果巴菲特认为这时候投资该股票不能轻而易举获得10%的税前获利，那么他宁可观望，等待机会的出现。

为什么定在10%呢？巴菲特说，10%的投资回报率在扣除纳税后能够净得6.5%~7%，这是他对每一笔投资的最低要求。

【[illegible]】

巴菲特认为，股市越是下跌，股票价格越便宜，这时候的投资机会就越多、投资就越安全。而要做到这一点手中就必须握有大量现金，不参与牛市的最后一波操作，这样才会有大量资金，有机动余地。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不要单纯因为价格卖掉好股票

有趣的是企业经理人在认定何者才是自己本业时，从来就不会搞不清情况，母公司是不会单纯因为价格因素就将自己旗下最优秀的子公司给卖掉的。公司总裁一定会问，为什么要把我皇冠上的珠宝给变卖掉？不过当场景转换到其个人的投资组合时，他却又会毫不犹豫地甚至是情急地从这家公司换到另一家公司，靠的不过是股票经纪人肤浅的几句话语。其中最烂的一句当属——你不会因为获利而破产。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者买入股票的价格必须合理，买入价格过高是老天爷也不同意的事。只有买入价格合理，才能谈得上确保获利。在此基础上还要考虑到卖出价格，不要单纯因为价格较高就卖掉你手中的好股票，因为这时候的价格与内在价值相比很可能仍然是偏低的。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，1992 年伯克希尔公司的股票投资项目与上一年相比几乎没什么变动，也许有人会说伯克希尔公司的管理层怎么昏庸到这个地步，一年内“几乎什么事情也没做”？巴菲特解释说，现在的这些股票都非常好，业绩表现也非常优异，自己对这些股票又非常了解，为什么要卖掉它们呢？如果卖掉这些股票，又到哪里去寻找比它们更好的投资项目呢？

巴菲特说，有件事情非常有趣，那就是公司管理层在认定什么是自己的主业时从来就不会搞错，母公司决不会因为对方的出价还可以，就把自己旗下最优秀的子公司给卖掉。因为该公司知道，这是自己的“吃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

饭家什”，卖不得。可是当这种情形换到个人投资组合上时，有人却会毫不犹豫地把该股票卖掉，然后买入另一只股票，理由只是经纪人的一句话：你把它卖掉，到时候股价跌下去了还可以重新买回来！

巴菲特说，从他的个人经验看，上面这家母公司对待子公司的态度同样适合于个人投资。因为你所持有的这些股票所展现的特性，实际上与一家公司老板持有该公司全部股权是一样的道理。

在这里，巴菲特的意思说得最简单不过了：对于一家值得长期拥有的优秀公司来说，不是说股票交易价格上涨到一定程度就能卖出去的；它的交易价格高低，应该与内在价值相比，用未来的现金流折现来加以衡量，这样才能看出这个价格在整个价值链中的地位。

巴菲特在伯克希尔公司 1992 年年报致股东的一封信中说，1919 年时的可口可乐公司股票每股价格高达 40 美元，已经非常高了。可是在 1938 年可口可乐问世 50 年并且早已成为美国代表品牌后，美国《财富》杂志在对该公司做了一次详尽的采访后，仍然在文章中写道：每年都有许多投资大亨看好可口可乐公司，并且对它过去的辉煌业绩表示敬佩，然后就发出自己发现得太晚了的结论，认为该公司的发展已到顶峰，未来的道路上充满竞争和挑战，因此不敢继续投资该股票。

巴菲特说，确实是这样，不要说 1938 年的可口可乐公司充满竞争和挑战，就是到现在（1993 年）又何尝不是呢？可是这又怎么样呢？要知道，1938 年可口可乐公司的年销售量为 2 亿箱（折算后），而 1992 年的销售量是 107 亿箱。换句话说，当时就已经成为美国市场领导者的这家公司，在接下来的 50 多年里又继续成长了 50 多倍。

这表明，如果投资者在 1938 年购买该股票，游戏根本就没有结束，好戏还在后头呢。投资者如果在 1919 年购买 40 美元的可口可乐股票，然后把每年所得到的分红进行再投资，到 1938 年时一共可以获得 3277 美元。可是，投资者如果在 1938 年购买 40 美元的可口可乐股票，到 1993 年时将可获得 25000 美元。看到这里，读者应该明白什么叫好股票了吧？

巴菲特说，对于可口可乐公司这样的股票来说，你什么时候卖出都是错误的。所以他忍不住引用 1938 年《财富》杂志报道中的一句话说：“实在是很难再找到像可口可乐这样规模而且又能持续 10 年保持不变的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产品项目。”他接着说，而现在又有55个年头过去了，可口可乐的产品线变得更加广泛，但这句令人印象深刻的话现在却仍然适用。

巴菲特在伯克希尔公司1988年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司的股票于1988年11月29日正式在纽约证券交易所公开上市。他认为，伯克希尔公司与其他上市公司有两点最大的不同：一是不希望股价过高，只希望它能反映伯克希尔公司的内在价值，并且在内在价值的范围内进行交易；如果股价过高或过低，都会使得公司股东的获利和公司经营状况不符；二是希望交易量越小越好，希望能吸引到一批稳定的投资者作为公司长期股东。

他说，他实在无法理解为什么有那么多上市公司希望自己的股票交易量越大越好，这实在是有悖常理的。例如，没有哪个学校、俱乐部、教堂等社会机构希望自己的投资人离开组织。

他开玩笑说，你听见有谁对你说过“反正最近基督教也没有什么搞头，不如下个礼拜大家改信佛教试一试”的？

应该说，巴菲特的这两个观点确实与众不同。但从中可以看出：巴菲特强调的是物有所值，所以不希望股票价格过高或过低。股价过低，无法正确反映伯克希尔公司的内在价值；股价过高，则容易引诱投资者卖出该股票，这样就和他希望投资者长期持有伯克希尔公司股票的目的不符了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，投资者看到股价较高希望把股票脱手时，一定要考虑这个价格是否大大超过其内在价值了。他以可口可乐公司50多年间的股价上涨为例说明，有时候股价是会“没有最高，只有更高”的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



要把股价波动看做是好事

★ 真正的投资者欢迎股价波动

事实上，真正的投资人喜欢波动还来不及。本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书的第八章便有所解释。他引用了市场先生理论：市场先生每天都会出现在你面前，只要你愿意都可以从他那里买进或卖出你的投资。他老兄越沮丧，投资人拥有的机会就越多。这是由于只要市场波动的幅度越大，一些超低的价格就更有机会出现在一些好公司身上，很难想象这种低价的优惠会被投资人视为对其有害。对于投资人来说，你完全可以无视于他的存在或是好好利用这种愚蠢行为。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。所以从这个角度看，真正的投资者是应该欢迎股价波动的，没有理由不欢迎。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，学术界对投资风险的定义实在有点离谱，甚至有点荒谬。举个例子来说，根据 β 理论，如果某只股票的价格下跌幅度比大盘大，反而认为其投资风险比原来股价高的时候大，这不是笑话吗？就像伯克希尔公司 1973 年买进华

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛顿邮报公司时一样，试想，如果哪一天有人愿意以非常低的价格把整家公司卖给你，你会认为这样做的风险太高而加以拒绝吗?!

巴菲特说，真正的投资者喜欢股市波动还来不及。关于这一点，本杰明·格雷厄姆在《聪明的投资者》一书第八章中早就作过解释。格雷厄姆用市场先生比喻说，有位“市场先生”每天都会出现在你面前，只要你愿意，就可以从他那里买入或者卖出你的投资。要知道，市场先生越沮丧，你的机会就越多。市场波动幅度越大，就越会有更多机会在一些好股票身上出现超低价格。很难想象，这种“打折销售”会被投资者看做是一件不好的事。当然，作为投资者，你既可以完全无视它的存在，也可以好好利用他的这种愚蠢行为。

如果用更通俗的语言来概括巴菲特的观点，那就是：股价波动对真正的投资者来说只有好处没有坏处，你既可以对它视而不见，又可以好好利用它的这种上下波动，在你认为合适的时候买进或卖出股票。

例如，2008 年一季度美国股市受次贷危机影响大幅度下跌，伯克希尔公司看到它旗下的全球第二大食品制造商卡夫食品公司、美国第二大家庭贷款提供商富国银行的股票价格也迅速大跌了，就毫不犹豫地出手增持这两家公司的股票。除此以外，它还增持了冷藏设备制造商英格索兰公司、健康保险公司联合健康集团、伟彭公司的股份。

在整个一季度，巴菲特看到美国股市暴跌，把全部精力都放在了企业并购和债券市场上。他认为，由于流动性短缺，这时候在债券市场的投资机会同样会更多。

2008 年 5 月初，巴菲特在接受记者采访时表示，即使这些股票的价格下跌 50%，也不会让他感到丝毫担忧。因为他认为买股票和买东西是一样的道理，购买者总是希望能以较低的价格买进的。

巴菲特说，他和查理·芒格很早就明白这样一个道理：在一个人的投资生涯中，要做出上百件规模较小的投资决策，是非常辛苦的一件事。尤其是在伯克希尔公司这样资金规模的机构中，要如此进行频繁的操作困难就更大。那么，有什么可以“偷懒”的办法呢？当然有。这主要是两点：一是不要过于关注股价波动，要进行长期投资；二是要把所有鸡蛋都放在同一个篮子里，搞集中投资。

他说，他非常不理解有些投资者根本不关心自己所投资的股票究竟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是干什么的、它的竞争对手在干什么，或者它们到底有多少钱外债，甚至不愿意知道该公司的名称叫什么。总之，他们在乎的只是该股票历史上的价格走势如何。

相反，伯克希尔公司就很不愿意去了解该公司过去的股价变动情况，反而希望能够尽可能多地了解该公司的相关信息。另外就是，伯克希尔公司在买入某股票后，根本不在乎该股票在一两年内是否有交易量。无论是对100%拥有股权的喜诗糖果公司和布朗鞋业公司，还是拥有7%股权的可口可乐公司，伯克希尔公司都是这种态度。

巴菲特认为，股价波动对投资者来说没有什么风险，所以投资者对此不必过于关心。相反，投资者应该评估的风险，是一项投资在其预期持有期限内所能得到的税后收入总和，包括出售股票收入在内，能否抵偿他在投资该股票时所拥有的购买力，以及这个期限内合理的利率。虽然这样的计算无法做到很精确，但却是非常有效的判断。

从巴菲特的投资经验中可以看出股市投资有三重境界:第一层是依赖消息和股价波动炒股;第二层是依赖技术与基本面分析来炒股;第三层是依靠风险控制来炒股。而在这三重境界中,谁能够赚钱谁只能赔钱,不言而喻。

读者容易看到，国内许多地方都曾经搞过模拟炒股大赛，大赛冠军的业绩往往能高达在一年内取得几倍、十几倍的“投资业绩”。可是到最后，却没有一个冠军被证券公司聘请为操盘手。为什么？原因就在于一个百发百中、能打穿20米外一只苹果的神枪手，如果这只苹果是放在他老婆头顶上的再让他去打，他几乎肯定要失手。

同样的道理，如果你每时每刻都在关心股价涨跌，最好的股票你也卖不出好价钱来，很可能是股价略有上涨你就抛掉了。相反，如果股价略有下跌你就补仓了，也就买不到最低价位的股票了。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，真正的投资者是欢迎股价波动的，因为他能从这种股价波动中捕捉到买卖股票的机会。可是如果他每时每刻关注股价波动，心境就会受影响，反而不利于股票投资，更无助于长期持股了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股价波动并非风险的起源

在这里我们对风险的定义与一般字典里的一样，系指损失或受伤的可能性。然而在学术界，却喜欢将投资的风险给予不同的定义，坚持把它当做是股票价格相对波动的程度，也就是个别投资相较于全体投资波动的幅度。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。所以，如果你把股价波动看做是投资风险的起源，这个观点就有问题了。

巴菲特在伯克希尔公司1993年年报致股东的一封信中说，他把投资风险的定义与一般字典里所解释的一样，是指“造成损失或损害的可能性”。然而在学术界，却喜欢另外定义投资风险，把它定义为股票价格相对波动的程度，即个别股票价格波动与整个股票指数波动的幅度。

换句话说，如果在股市大盘下跌时，你手中持有的这只股票下跌幅度超过大盘，就表明它是有“风险”的；相反，就表明投资这只股票的“风险”较小。

巴菲特说，如果股票投资风险不是人们通常所理解的那种买入价格过高、卖出价格过低所造成的亏损，那么股价波动就不是造成投资风险的起源了。这样，在考虑股票投资风险时，就没有必要把股价波动看得过重。

他说，真正的投资风险，应当是将来出售股票后得到的税后净收入，去掉投资成本后，能不能高于投资成本的适当利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说，虽然这种投资风险的大小难以精确衡量，却可以在一定程度上作出准确判断。这时候应当考虑的主要影响因素有：

①可以评估的企业长期经济特性的确定性。

②可以评估的企业管理层能力的确定性，包括他们实现公司所有潜能的能力，以及明智使用现金流的能力。

③公司管理层值得信赖地能够把回报从企业导向股东而不是管理人员的确定性。

④公司的收购价格（股票买入价格）。

⑤未来税率和通货膨胀率，这两者会决定投资者取得的总体投资回报在多大程度上导致实际购买力水平的下降。

巴菲特微笑着说，上述五大因素很可能会把一些分析师搞得晕头转向，因为他们很难取得各种现成统计资料，从而“精确”地得出关于投资风险的具体数值。但是这一点对巴菲特来说却一点不难。

他说，普通投资者同样也能做到这一点，因为你不需要很精确地计算出投资风险究竟有多大，只要知道有没有投资风险就行了。他引用大法官斯图尔特的话来说：他根本不想知道衡量淫秽文字有什么具体标准，他只要一眼就能看出某段文字是不是属于淫秽文字。

巴菲特在伯克希尔公司 1993 年年报致股东的一封信中说，他之所以能持续战胜股市，秘诀就是集中投资于自己非常了解的少数优秀公司、相对分散投资于自己不很了解的一般公司，这样的投资风险最小。

他说，许多人认为把所有资金集中投资在少数几只股票上的风险太大，他不同意这种观点。

他说，如果你根据自己对这只股票的了解程度来投资，你对它越了解、把握越大，你在这只股票上的投资比重就应该越大；反之，对自己把握不是很大的股票就应当减少资金投入。这种情况下的投资风险怎么会大呢？相反，他认为：“这种集中投资策略使投资者在买入股票前既要进一步提高考察公司经营状况时的审慎程度，又要提高对公司经济特征的满意程度的要求标准，反而更可能降低投资风险。”

巴菲特对认为投资风险是股价相对波动性造成的观点嗤之以鼻。他说，这些学究们通过精确计算每只股票的 β 值，然后搞出一大堆别人怎么也搞不懂的所谓资本配置理论，实在是无聊到了极点，因为他们忘记

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了一条基本原则：模糊的正确胜过精确的错误。

他说：单纯从β值看，你根本不知道这家公司的产品是宠物石头还是呼啦圈，这是一家网络游戏公司还是芭比娃娃玩具公司。可是投资者应当知道，即使上述公司的β值完全相同，它们的投资风险也截然不同，而且对每一位投资者的风险都各有不同。

因为归根到底，具体到每一位投资者来说，不可能对上述公司都非常了解。很显然，投资者只有集中投资于自己最了解的上市公司，投资风险才可能降到最低程度。

他说，对他而言，他投资可口可乐、吉列公司所面临的投资风险，就要比投资任何电脑公司、通讯公司小得多。巴菲特提醒说，普通投资者请不要忘了，可口可乐、吉列公司的β值与其他许多上市公司相比并没有明显区别，这从一个侧面证明了β值理论的荒谬性。

巴菲特不无轻松而自豪地说，他对股票投资风险的评估方法与上面的那些学究们截然相反：他根本不想知道该公司股票价格的历史走势如何，而是尽可能多地了解该公司业务情况，从而计算出有多少内在价值，然后与股票价格比较一下就非常清楚了。



巴菲特认为，股票投资盈亏虽然和买进卖出时的股价高低有关，可是从根本上看并不是股价波动造成的。如果该公司业务稳定发展、收益稳定增长，无论股价如何波动，投资该股票都没有风险可言。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 大牛市意味着离场时机来临

事实上我们从来就不知道股市接下来到底是会涨还是会跌，不过我们确知的是贪婪与恐惧这两种传染病在股市投资世界里会不断地发生、上演，只是发生的时点很难准确预期，而市场波动程度与状况一样不可捉摸。所以我们要做的事很简单：当众人都很贪心大作时，尽量试着让自己觉得害怕；反之当众人感到害怕时，尽量让自己贪心一点。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。不过需要切记的是，当别人都认为大牛市即将到来时，就意味着你暂别股市的时候也到了。

巴菲特在伯克希尔公司 1986 年年报致股东的一封信中说，事实上他从来就不知道股市接下来会涨还是跌，不过能够肯定的是，股市中的贪婪和恐惧这两种传染病会不断发生，只是什么时候发生很难准确预测。作为投资者来说要做的事情很简单，那就是在别人都很贪心时，自己尽量恐惧一些；而当别人都感到恐惧时，则尽量让自己贪心一些。

他说，就在他写这篇报告的时候，美国整个华尔街上几乎嗅不到一丝恐惧，而到处充满了欢乐的气氛。大家都在想：为什么不兴高采烈呢？还有什么事情能够比在大牛市中因为股票大涨、获得更多投资报酬而高兴的呢？可是巴菲特提醒说，很不幸的是股票价格的表现不可能永远超过内在价值的表现；并且，股票的频繁交易所造成的交易成本，会促使投资者所获得的报酬不可避免地要远远低于公司内在价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以从历史上看，每当股价波动到达顶峰时，巴菲特就提前退出股市，把一些在他看来不值得永久持有的股票换成现金，伺机等待下一个抄底机会的来临。为了这样的机会出现，他有时候会等上好几年。

巴菲特第一次遇到的大牛市发生在 1968 年。当时美国的股市进入了疯狂阶段，日平均成交量比上年最高纪录要超出 30% 多，以至于股票交易所还因为买卖单据过多陷入混乱，当年道·琼斯工业指数攀升到 990 点，然后又在 1969 年超过 1000 点。

1969 年 5 月，巴菲特做出了一件令人惊讶的决定：解散巴菲特有限公司。他解释说，他无法适应这种疯狂的市场环境，同时也不希望去参与一种他不理解的游戏，从而使得自己的投资业绩受损。也就是说，为了保住已有成果，他决定完全退出股市，根本不参与最后一波操作。

事实证明，巴菲特的这一做法非常明智。一年后的 1970 年 5 月，美国股市就比 1969 年初平均下跌了 50%。

1972 年美国股市又进入大牛市阶段，一些著名企业如施乐公司、柯达公司、宝丽来公司、雅芳公司、得克萨斯仪器公司等的股票受到热烈追捧，被称之为“漂亮 50 股”，平均市盈率高达 80 倍。

由于股价太高，巴菲特认为自己已经无法买到股价合理的股票了，所以非常苦恼，开始大量抛售股票，最终在 1 亿多美元的投资规模中只保留了 16% 的资金用于股票投资，其余的全部用来购买债券。

果然不出所料，“漂亮 50 股”在 1973 年开始大幅度下跌，许多上市公司眼睁睁地看着股价被拦腰一截，下跌了 50%。发展到 1974 年 10 月，道·琼斯工业指数只有 580 点了，几乎所有股票的市盈率都不超过 10 倍，没有人继续愿意持有股票，每个人几乎都是只卖不买。

就在这时候，巴菲特开始大量买入股票。他在接受《福布斯》杂志采访时形容自己这时候的心情就像一个非常好色的小伙子来到了女儿国里——到处都是（投资）机会。

巴菲特遇到的第三次大牛市发生在 1995 年至 1999 年。由于网络股和高科技股票的有力推动，美国股市在此期间上涨了 150%，这样大的上涨幅度可以说是前所未有。而众所周知，巴菲特从来不投资网络股和高科技股，只是坚决持有可口可乐公司、美国运通公司、吉列公司等传统行业股票，所以投资回报率非常不理想。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以1999年为例，当年的标准·普尔500指数上涨了21%，巴菲特的投资业绩却亏损20%，两者相差41%，是有史以来业绩最差的一年。

在这种情况下，伯克希尔公司股东在1999年股东大会上纷纷指责巴菲特，几乎所有媒体都评论说巴菲特的投资策略已经过时，而巴菲特依然固执己见，不为所动。

他在伯克希尔公司1999年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司当年的股票投资组合几乎没有什么变动，虽然几家重仓持有的公司经营业绩十分令人失望，但他依然相信这些公司拥有十分出众的竞争优势，并且这种竞争优势还能继续长期保持下去，这是这些股票取得长期良好投资业绩的保证。虽然这几年高科技股票投资如火如荼，可是他和查理·芒格却因为根本无法至少是无法100%地确定这样的企业有没有长期持续的竞争优势，所以从来不投资高科技股票。

几乎是巴菲特话音刚落，美国股市就开始出现大跌，2000年下跌9.1%，2001年下跌11.9%，2003年的下降幅度更是高达22.1%，3年累计跌幅超过50%，而与此同时巴菲特的投资业绩却增长了30%以上。

实践证明，巴菲特的投资策略完全正确，有越来越多的投资者佩服巴菲特的长远眼光，赞同当股市出现大牛市前就要提前逃顶，以保住胜利果实。股价上涨过猛，正是给了投资者这样一个好机会。

【巴菲特智慧锦囊】

巴菲特认为，他是没有能力预测将来的股市是上涨还是下跌的，但有一点非常明确，那就是如果股市上涨过猛尤其是股价上涨到前所未有的高度，这时候就有必要抱一分戒心，暂时退出股市，以观后效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 大熊市意味着你要格外冷静

我们认为，这种看法也适用于一般的股市。尽管股市连续3年下跌，相对大大增加了投资股票的吸引力，但我们还是很难找到真正能够引起我们兴趣的投资标的。这可谓是先前网络泡沫所遗留下来的后遗症，而很不幸的，狂欢之后所带来的宿醉截至目前而止仍然尚未完全消退。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。不过，即使当股市下跌凸现出投资价值，投资者依然要保持一分清醒的头脑。

巴菲特在伯克希尔公司2002年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司在股票投资方面依然没什么动作，总的来看，他和查理·芒格对当时的主要持股感到越来越满意。原因有两个：一是这些股票的业绩逐步增加；二是这些股票的价格随着大盘的下跌而出现了下跌。不过总的来看，伯克希尔公司暂时还不想增加持仓量，因为巴菲特认为，即使在股市下跌后这些股票的价格仍然是高估的。

从中容易看出，巴菲特的头脑非常清醒。因为他论定股票价格高低的参照系不是过去的价格，而是其内在价值。当他认为这样的价格仍然比内在价值高，就觉得这时候投资这些股票是有风险的，而不是认为股市已经到了“底部”就可以大举进场了。

巴菲特接着说，他认为这种看法同样也适合于一般股市。这时候美国股市虽然已经连续下跌了3年，股票的投资吸引力大大增加，可是由

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于以前网络科技股泡沫所留下来的后遗症，依然很难找到能够真正对巴菲特具有吸引力的投资品种。巴菲特形容说，这种“狂欢之后所带来的宿醉，截至目前而止仍然尚未完全消退”。意思是说，这时候还不要忙于进场。

巴菲特的投资从来都是大手笔，为什么在股市下跌后反而要如此谨慎呢？原来，他对股票投资是有既定原则的。他说，只有当他投资该股票后，发现至少能获得10%的年投资报酬率，并且这种几率还非常高，才会投资该股票，否则宁可站在一旁观望，任其资金短期闲置。

他的算盘是，10%的投资回报率在扣除必要的所得税后，能够净得6.5%～7%，这是在具有投资风险条件下应该得到的风险报酬；如果连这点回报率也得不到，还是不要去冒这个风险好。

归纳起来，巴菲特在面对股市暴跌时是这样应对的：

一是非常冷静，避免惊慌失措。

这就像平常生活中坐飞机遇到飞机故障、坐在家里遇到火灾一样，最要紧的是保持冷静，想一想该怎么办，而不是惊慌失措。

1987年10月19日美国股市发生罕见的暴跌，一天之内道·琼斯工业指数就下跌了508点，跌幅高达22.6%。就在这一天，巴菲特的个人财富损失了3.42亿美元，而伯克希尔公司的股票价格在一个星期内暴跌了25%。反过来看巴菲特的表现，就像这一切都与他无关一样，他是该干什么依然干什么，主要是每天在办公室里看报纸、看财务年报，既没有四处打听消息，也没有恐慌性地抛售股票。

两天后，巴菲特在回答记者“这次股市崩盘意味着什么”的提问时，他的回答只有一句话：“也许这意味着股市过去涨得太高了。”

二是谨慎决策，避免终生后悔。

可以说，股市暴跌总是会发生的，如果过去没有发生过今后也是会发生的，只是不知道什么时候发生而已。重要的是，股市暴跌时的投资决策要非常谨慎，不要因为一时冲动而造成终生后悔。

常常能够看到，面对同样的股市暴跌，有些投资者损失惨重，有的则损失很小甚至还能因祸得福，道理就在这里。如果在股市暴跌之前具备必要的心理准备，提前调整持股战略，那么不但损失较少，而且恢复起来也会容易得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年至 2003 年的 3 年间，美国股市累计跌幅超过 50%，巴菲特在此期间的投资获利却超过 30%，他有什么法宝呢？最关键的一点是他原来依据价值投资所选择的传统行业如可口可乐公司、美国运通公司、吉列公司等股票，虽然在前些年的股市暴涨中表现不佳，可是也避免了股市暴跌中的那种一泻千里，很好地反映出了其内在价值。

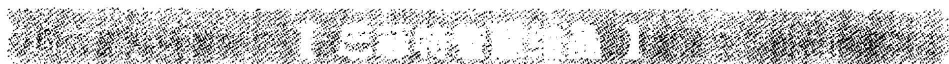
三是要有耐心，要等刀子落地。

每当股市暴跌时，总有太多的人希望能够抄底股市，在股灾中发一笔“灾难财”。可是其中有太多的人“偷鸡不成反蚀把米”，反而被套牢。

巴菲特的经验是，股市暴跌就像一把刀子落下来，一定要等这把刀子落在地上后才能去捡，决不要轻易伸手去接正在跌落的刀子。除非你有非常高的本领，否则一定会伤到自己。因为正在跌落的刀子，即使被你抓住了，抓到的也往往是刀刃，很难抓到刀柄。

巴菲特说，有许多曾经辉煌一时的股票在股市暴跌中一落千丈，如果坚信大跌大买的信条，跌到后来股票退市、破产清算了，你的投资就会有去无回。需要补充说明的是，美国股市和中国股市不同，基本上没有资产重组、挽救垃圾股之说，说破产就是要破产的。

例如，巴菲特 1969 年在大牛市来临时退出股市，1970 年股市迅速反弹，1971 年、1972 年继续大幅度上涨，他依然静观其变、耐心等待。2000 年美国股市中网络股泡沫破灭后，巴菲特一忍再忍，5 年后才开始重新大规模进入股市。他的依据是不看股票价格，只看内在价值。



巴菲特认为，股市暴跌时投资者最关键的是保持冷静，要沉得住气。可以趁此机会看一看这时候的股价有没有大大低于其内在价值，而不是看比过去下跌了多少。只有这样，才能够算是理性的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股价波动和行业密切相关

我们保险事业的实际价值永远比其他事业如糖果或是报纸事业难以估计，但是不管用任何计算方法，保险事业的价值一定远高于其账面价值。更重要的是，虽然保险业让我们隔三差五地出状况，但这行业却是我们现在所有不错的事业当中最有成长潜力的。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。不过在具体选择投资行业时要特别注意，因为股价波动及其稳定性与行业特征有一定关系。

巴菲特在伯克希尔公司1990年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司旗下的保险业务，其内在价值永远要比其他业务如糖果、报纸媒体等难以估计，但无论用什么办法估计，保险业务的内在价值都会远远高于其账面价值。更重要的是，虽然保险业务经常会出现各种状况，但这个行业仍然是伯克希尔公司旗下最有成长潜力的一块。

巴菲特认为，股价波动与行业有关。说得更通俗一点就是，有些行业的股票是属于投资型的，它的股价波动较小，适合长期投资；有些行业的股票是属于投机性的，它的股价波动较大，适合短期投机。除此以外还有稳定性行业和周期性行业之别，这些都要搞清楚。

稳定性行业和周期性行业的发展轨迹不同，在股价波动方面的表现也大不一样。例如食品、饮料、药品等行业是最典型的稳定性行业，它们不会因为经济形势大好或经济萧条而发生剧烈变化。例如药品，就不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会因为经济形势好病人就每天多吃一粒药，或者因为经济萧条每天少吃一粒药。它的业绩增长比较稳定，股价波动也不是最大。

可是周期性行业在这方面就截然不同。例如钢铁、水泥、石化、汽车、银行等行业就受宏观经济形势影响很大，具体到我国就是受宏观调控影响很大，股价变动剧烈，市盈率忽高忽低，最容易让那些以市盈率、净资产来衡量是否值得投资的投资者上当受骗。

从美国道·琼斯工业指数也容易看出，美国的大牛股绝大多数出现在制造业、服务业、采掘业三大行业。伯克希尔公司的主要投资项目可口可乐公司、吉列公司等都属于制造业，保险公司、银行业等就属于服务业，埃克森石油公司等就属于采掘业。

相反，公用事业类股票中就出不了大牛股。荷兰股市的发展已有二百年历史，从来没有一家公用事业股成为大牛股的。所以，如果投资者想要获取10倍、100倍的投资获利，就不要去投资煤气、地铁、高速公路、隧道、电力、桥梁行业。这些行业虽然具有垄断性，可是价格收费却要受政府管制。更何况，它们的投资非常庞大，动不动就是几十亿元、几百亿元，负债率极高。政府不会让你亏损，但也不可能让你获利过多。所以，巴菲特从来就不投资这样的股票。

相反在制造业，只要你的产品适销对路，尽可以在全球销售，可口可乐就是这样的典型产品。从理论上看，这类产品的规模、销售、利润可以无限扩张，从而带动它的内在价值不断升高，给投资者带来丰厚的获利回报。

从目前伯克希尔公司旗下的76家子公司看，主营业务基本上都与居民普通消费有关，如糖果连锁店、家居连锁店、珠宝连锁店、建材销售店、木制品店、冰激凌店、房产中介店、内衣销售连锁店等。

不过要注意的是，无论哪个行业中都有表现突出和表现非常糟糕的个股，这是在确定具体个股投资时要考虑的地方。

例如，银行业虽然属于服务业，却同样具有上述特征。因为任何一家银行网点都可以开到全球的每个角落，而银行业却不是巴菲特最喜欢投资的行业。他的理由是，银行业的资产相当于股权的20倍股左右，只要有一点点资产发生问题，就可能会把股东权益全部亏光。更可怕的是，许多银行的公司管理层在从事贷款业务时都有追随领导者的行为倾向，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常具有盲目性，投资这样的股票风险大。

不过话说回来，即使这样，巴菲特还是在 1989 年、1990 年银行业一片混乱之时，陆续增加了对富国银行（Wells Fargo）的持股，并且持股比率高达 10%。要知道，这是伯克希尔公司不需要向美国联邦储备委员会申报就可以持有股票的最高上限。

巴菲特解释说，之所以对富国银行情有独钟，关键在于该公司管理层让他非常钦佩。不但人品好，而且珍重、爱惜人才，管理人员精简，善于控制成本，并且只做自己熟悉的业务。当然，买入价格非常合理也是一个重要因素。

买入价格怎么一个合理法呢？当时富国银行的账面资产高达 560 亿美元，股东权益报酬率为 20%，而富国银行股票的市盈率却不到 5 倍，如果以税前获利来计算居然还不到 3 倍。富国银行每年在提取 3 亿美元的损失准备金之后，税前利润高达 10 亿美元以上。

伯克希尔公司在别人纷纷抛售该股之际，逆市投资 2.9 亿美元购买了富国银行 10% 的股权，实际上相当于只投资 2.9 亿美元就购买了一家资产 56 亿美元规模的银行 100% 的股权，你看巴菲特的算盘精不精？

而实际上呢，据巴菲特估算，如果真的有这样一家银行，出售价格至少要比这高出 1 倍。换句话说，巴菲特投资富国银行的安全获利空间至少有 50%。更不用说，如果真的能买到这样一家银行，也不一定就能找到现在这样的明星经理人来打理呀，这更是他特别看重的地方。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股价波动和具体股票所在的行业有关。行业不同，股价波动规律也不一样，但这不是绝对的。从他的投资习惯看，首先是选择行业，然后才是在这个行业中选择符合自己特定要求的个股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 重要的是注重个股对象

在这种情况下，我们不妨试着学习职棒传奇明星特德·威廉姆斯的做法。他在《打击的科学》一书中解释道，他把打击区域划分为77个框框，每个框框相当于一个棒球的大小。只有当球进入最理想的框框时，他才挥棒打击。因为他深深知道，只有这样做他才能维持四成的超高打击率，反之要是勉强去挥击较差的框框，将会使得他的打击率骤降到二成三以下。换句话说，只有耐心等待超甜的好球才是通往名人堂的大道，好坏球照单全收的人，迟早会面临被降到小联盟的命运。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。但需要明确的是，一定要等到理想的股价出现你才能实行交易，锁定胜利果实。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，虽然伯克希尔公司对当时的股票投资项目感到相当满意，可是依然为越来越多的资金无法找到理想投资渠道感到担忧。要知道，整体上看，现在的股票价格普遍过高了。怎么办呢？他说，这种情况下就有必要学一学职业棒球明星特德·威廉姆斯（Ted Williams）的做法了。

特德·威廉姆斯在著作中介绍说，他把棒球打击区域划分为77个框框，每个框框和棒球差不多大小。只有当棒球进入最理想的区域时，他才会挥棒击打。正因如此，他才能维持40%的高击中率；否则，如果是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

勉强挥棒，击中率就会骤然降低到23%以下。

巴菲特的意思是说，投资者无论买入股票还是卖出股票，都要耐心等待你看中的个股价格进入理想交易区域才能采取措施。在这里，最关键的是注重个股，具体地是指个股的价格与其内在价值相比是否非常具有投资价值。

巴菲特在伯克希尔公司1997年年报致股东的一封信中说，当年伯克希尔公司的投资回报率高达34.1%，大家可能会忍不住高呼胜利口号。不过且慢，如果从当时美国股市的那种火爆行情看，无论谁都能大赚一笔的，所以没什么值得骄傲，更需要警惕的是当股市平稳甚至下跌时谁能笑到最后。

巴菲特冷静地说，如果从上述特德·威廉姆斯的理论看，伯克希尔公司投资的股票大多还只是处于好球的边缘地带。如果这时候选择挥棒，所得投资业绩仍然可能会不太理想；可是如果选择放弃，也没有人能保证你下一杆球会打得更好，这才是令人着急的地方。唯一感到宽慰的是，股票投资不必像特德·威廉姆斯一样连续3次不挥棒就要被淘汰出局，股票投资有的是机会，但需要耐心等待。

巴菲特关于股票投资如何选择个股的看法并不是人人赞同的，有时候人们甚至非常不理解。例如在2009年伯克希尔公司股东大会期间，台湾首富郭台铭接受媒体采访时，就质疑巴菲特投资中国比亚迪公司股票的眼光有问题。

郭台铭隔空三问：一是巴菲特一直标榜自己只投资有诚信的股票，而现在为什么却投资"偷窃"富士康商业机密的比亚迪公司呢？二是巴菲特不要只在伯克希尔公司股东大会上展示比亚迪公司的汽车，他敢不敢驾驶着比亚迪公司引以为傲的F3DM电动双模车上下班？三是丰田、本田、福特、通用等国际大品牌汽车公司投资油电混合车领域，很久以后才开始赚钱，巴菲特又是用什么样的专业眼光来判断比亚迪公司的发展潜力呢？

明眼人一看便知，郭台铭此举的真正目的是要打压自己的竞争对手比亚迪公司及其掌门人王传福。这一话题一下子就把巴菲特、郭台铭、王传福三位传奇人物推到聚光灯下，不可能不引起轰动。

郭台铭意犹未尽地说，如果巴菲特不回答上述问题，那么他明年一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定会买上一两股伯克希尔公司股票，在股东大会上当面向巴菲特请教。

原来，伯克希尔公司旗下的美中能源控股公司在2008年9月29日以每股8港元的价格认购了中国比亚迪公司2.25亿股股份，约占比亚迪公司总股本的10%。

面对郭台铭的指责，巴菲特并没有直接回应，而巴菲特的搭档查理·芒格有点看不下去了。他力挺巴菲特说，伯克希尔公司投资的比亚迪公司或许还只是一个小公司，可是它却有着很大的野心。他语气坚定地说："如果比亚迪不成功，我将非常惊讶。关于比亚迪的发展和合作，我感到是有生以来最大的荣幸。"

此言一出，比亚迪公司的股价在香港股市上连续3天暴涨，累计涨幅超过35%，每股价格上涨到29.4港元。很明显，这时候伯克希尔公司所拥有的该股票仍然没有出手，按此计算，伯克希尔公司已经从比亚迪公司股票身上净赚了48亿港元。

比亚迪公司今后的表现是否真的如查理·芒格预言，我们拭目以待。但无论如何，选择个股尤其是在股价波动剧烈时如何选择股票的买入和卖出，是最重要的事。

巴菲特早在8岁时就和姐姐一起，每人以每股38美元的价格买了3股城市建设公司优先股。后来股价跌到27美元，姐姐一直喋喋不休，让他烦不胜烦，在股价回升到40美元时全部抛掉了，净赚5美元。没想到，接下来该股股价一路飙升到200美元，让巴菲特心痛不已。

由此，巴菲特深刻认识到了从股价波动中如何选择个股的重要性，同时也坚定了他以后长期持股的信心和决心。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，股价波动时最重要的是如何选择个股。股价波动为投资者选股提供了更多机会，但只有当股价进入最值得投资区域时挥杆击球，才能确保投资获利。而要做到这一点，就必须有耐心。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 股价波动时更要读财务年报

当查理·芒格跟我在阅读财务报告时，我们对于人员、工厂或产品的介绍没有多大兴趣，有关扣除折旧摊销税负利息前的盈余的引用更让我们胆战心惊：难道经营阶层真的认为拿牙齿就可以换来大笔的资本支出吗？（注：美国小孩相信牙齿掉时只要把牙齿藏在枕头底下，牙齿仙女就会拿钱来换你的牙齿）对于那些会计原则我们一向保持怀疑的态度，因为经营阶层通常都会借此来掩盖一些事实。此外我们也不想读那些由公关部门或顾问所提供的资料，我们希望能够由CEO自己亲自解释实际发生的状况。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。不过需要注意的是，越是股价波动得厉害，就越要阅读财务年报，以便正确衡量其内在价值。

巴菲特在伯克希尔公司2000年年报致股东的一封信中说，读财务年报有读财务年报的诀窍。他和查理·芒格在阅读财务年报时对人员、工厂和产品方面的介绍就没有多大兴趣，尤其是对有关扣除折旧摊销、税负利息后的盈余数额的说明感到胆战心惊，意即这种数字不可信。

他说，对于那些真假莫辨的会计原则他也历来抱怀疑态度，担心公司管理层会利用这些原则掩盖一些事实。除此以外，他也不想阅读那些由公关部门和顾问部门提供的资料，而是希望由首席执行官亲自来解释一些事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特介绍说，所谓翔实的报告就是公司管理层和投资者角色互换，该公司能够给投资者提供所想知道的所有信息，包括有关经营管理的重大信息以及首席执行官对于公司长远发展的内心看法，当然，这需要有相关财务资料佐证。

巴菲特从自己的首席执行官角度出发发表观点说，他和查理·芒格都认为，公司首席执行官预估公司未来增长速度的做法是相当危险而且不妥当的。一般来说，他们之所以这样做，是根据投资分析师和公关部门的要求行事的，但这种做法一定会招来许多不必要的麻烦。

因为通常而言，首席执行官心中有奋斗目标当然是一件好事，与此同时也没有人说首席执行官就不能公开表达自己的意见，但显而易见的是，如果他一开始就公开宣称该股票每股盈余可以长期维持在15%，那么将来的财务报表就必定会通过各种手段“达到”这个数字，至少也会差不多。

可是15%的年增长率是一个什么概念呢？在巴菲特看来，只有极少数企业才能做得到。从历史资料看，美国20世纪70年代和80年代间，在200家业绩表现最好的上市公司中，能够长期保持15%年增长率的微乎其微。由此巴菲特说，他和查理·芒格可以和你打赌，2000年美国获利最高的200家上市公司中，能够在接下来的20年中年平均增长率高达15%的上市公司绝对不会超过10家。

巴菲特的意思是说，投资者在阅读财务年报时，一定不要被那些对公司前景描绘作出十分动听预测的语言所迷惑。要反过来看一看整个股市中有多少企业能够达到这样的标准？而该企业又处在其中的一个什么位置？如果这样一对照，就可以清楚地看出其中水分了。

从巴菲特的投资习惯看，即使股市发生暴跌，他也会把大量时间放在研究财务年报上的。他的策略是从财务年报中发现值得自己集中投资、长期投资的品种，然后长期持有，根本不去看目前的价格涨跌。

巴菲特在伯克希尔公司2003年年报致股东的一封信中说，2003年伯克希尔公司除了增持富国银行股份外，其他6大投资品种的股权都没有变动，例如可口可乐公司最后一次调整持股比例的时间是9年前的1994年，美国运通公司是5年前的1998年，吉列公司是14年前的1989年，华盛顿邮报公司是30年前的1973年，慕迪信用公司是3年前的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000 年。他不无幽默地说，这么多年来他持股不动，证券公司虽然从他身上得不到佣金，可是又拿他实在没办法。

巴菲特认为，伯克希尔公司对所拥有的这些投资组合既不感到特别兴奋，也不感到有什么遗憾。因为就在过去的 2003 年中，这些股票的内在价值提高了，可是其相应价格也提高了。

巴菲特的意思是说，无论股价如何波动，你都要通过认真阅读财务年报，从中比较股票价格与其内在价值相比两者的增长幅度有多大。换句话说，股票价格涨跌的参考系应该是其内在价值，而不是其他股票价格的涨跌，或者其过去的价格涨跌。

巴菲特在伯克希尔公司 2005 年年报致股东的一封信中说，伯克希尔公司通过研究财务年报所确定的长期投资品种，一旦购入根本就没有“退出策略”，买入的目的就是为了长期持有，所以这时候过多地去关注股票价格波动是没有意义的。

接下来他大笔一挥说，伯克希尔公司希望能在美国和全球寻找到符合 6 大收购标准，并且价格合理、能够提供合理回报的目标企业。他广而告之说，如果你有合适的企业请给他回电，他就像一个对爱情充满憧憬的小女孩一样，会在电话机旁等待梦中男孩的电话的。

很显然，这种对“爱情”的执著态度，使得伯克希尔公司在买入股票后，只要它的本质没有发生改变，就会长期持有下去。

【巴菲特智慧结晶】

巴菲特认为，当股价发生波动时，投资者更应该阅读财务年报，便于从财务年报中衡量目前的价格与其内在价值是否相符。不过要注意的是，一定不要被有关美化了的数据所迷惑，从而避免错误判断。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 不要沉浸在对过去的回忆中

关于失误的有趣的一点是，在投资上，至少对我和我的合伙人而言，最大的失误不是做了什么，而是没有做什么。对于我们所知甚多的生意，当机会来到时我们却犹豫了，而不是去做些什么。我们错过了赚取数以十亿计的大钱的好机会。不谈那些我们不懂的生意，只专注于那些我们懂的。我们确实错过了从微软身上赚大钱的机会，但那并没有什么特殊意义，因为我们从一开始就不懂微软的生意。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。不过，投资者也不要总是沉浸在对过去的回忆中，这样反而会影响今后的投资决策。

巴菲特在美国佛罗里达大学演讲时，曾经有人要他谈谈自己的投资失误，他反问对方“你有多少时间?”他的意思是说，他在这方面的投资失误太多了，“三天三夜也讲不完”，所以才问“你有多少时间”的。这句话除了淋漓尽致地表达出巴菲特一贯的幽默性格外，还正好从另一个侧面反映了他的豁达，并不总是沉浸在对过去的痛苦回忆中。

他紧接着说，关于投资失误非常有趣的一点是，他最大的失误不是做了什么而是没有做什么。自己过去不懂的那些投资就不谈了，仅仅是应该懂得的投资，当投资机会来临时因为犹豫不决而错过投资机会，就少赚了几十亿美元的获利。

他举例说，例如在医疗保健股票上本来就应该赚到几十亿美元，可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是最终却错过了这样的投资机会。

当时由于美国总统克林顿政府推出医疗保健计划，让医疗保健股获益匪浅，而巴菲特对这个行业恰好又非常了解，但愣是没投资。相反，20 世纪 80 年代中期巴菲特因为对房贷业务很了解，却在房利美公司股票投资上狠赚了一笔。要知道，它们可都是几十亿美元的大投资。

当然，不投资是一种失误，盲目投资也是一种失误。这方面比较典型的是伯克希尔公司在美国航空公司股票上的投资，最初是因为股价非常诱人才买的，但没想到股价特低本身并没错，但航空公司的股票千万不能涉猎，结果真的是全军覆没，一共损失了 3.6 亿美元。

巴菲特心平气和地说，他过去所犯的投资错误实在不少，今后很可能还会犯同样的错误。总体来看，最大的错误在于投资决策犹豫和迟疑所引起的。

巴菲特提醒说，如果你要从失败中吸取教训："我笃信你最好还是从他人的失败中来学习吧，越多越好。"

他感慨地说，他和合伙人查理·芒格是 40 年的哥们儿了，从来没有过任何吵架。虽然在很多事情上看法不同，但从来没有争吵过，也不会回忆过去，而总是对未来充满希望。

他们两人都认为，如果一个人总是纠缠于过去"如果股价这样低、我们就吃进多少，或者股价涨到这么高、我们就抛了多少"，这样的假设简直不可理喻，也改变不了任何既成事实。

所以巴菲特的经验是，无论股票价格如何波动，你都不要过于缅怀过去。当你在作出投资决策时应该看看镜子里的自己，然后扪心自问："我以 1 股 55 美元的价格买入 100 股通用汽车的股票是因为……"，这样就会增加你的投资理性，便于你对自己所作出的投资行为负责。

他说，如果你觉得找不到充分的理由，那么你就最好是不要买。千万不要把别人曾经向你推荐过这只股票当做是买入理由，也不要把该股的成交量、技术指标、经营业绩等作为买入理由，你真正应当关心的是该股票的内在价值高低。

实际上，从这里可以看出巴菲特作为当今全球最伟大的投资家所具有的一个重要特质，那就是对自己的想法怀有绝对信心。虽然其中有些想法事后证明是错误的，或者是不切实际的，但这也没关系。"眼睛向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前看”才是正确的处事方式，即使面对批评也应是如此。

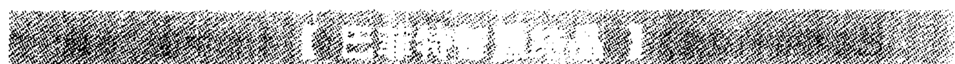
当初巴菲特是因为看不懂科技股，所以拒绝投资网络股。当舆论和投资大众纷纷批评他的时候，他就仍然是“一意孤行”的。

有意思的是，当时美国的《巴伦》周刊杂志还把他做成封面人物，大标题就是“沃伦，你哪儿出错了?”结果呢，没过多久美国股市中网络科技股泡沫就破灭，水落石出后人们才看清巴菲特价值投资理念的过人之处，原来嘲笑巴菲特的《巴伦》周刊则成了被众人嘲笑的对象。

巴菲特认为，投资者如果一直沉浸在对过去的回忆中，就难免会影响现在的投资情绪，或者过度恐惧，或者过度兴奋，从而作出不当的投资决策，白白提高交易成本、丧失应有获利。

他在伯克希尔公司1987年年报致股东的一封信中解释说，伯克希尔公司投资股票的交易方式在股价波动剧烈的股市中相当管用，因为股票市场三不五时就会突然出现令人垂涎三尺的投资机会。

平心而论，这时候的股票价格高低对伯克希尔公司来说并不重要，因为巴菲特一直认为，即使伯克希尔公司持有的股票停止交易一段时间也无所谓，就像伯克希尔公司旗下的世界百科全书、费切海默兄弟公司并不是每天都有股票报价，日子也照样过。归根到底，伯克希尔公司追求的投资获利取决于股票本身的经济利益，而不是股票价格的波动。如果该股票的内在价值在不断增长，伯克希尔公司希望能永久持有它们。



巴菲特认为，投资者不要总是缅怀过去。他的原话是：“你只能活在现在时。你也许可以从你过去的错误中吸取教训，但最关键的还是坚持做你懂的生意。”无论何时，投资者都应该投资自己看得懂的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

★ 坚信股价不会长期背离价值

查理·芒格跟我相信，就长期而言，我们仍看好美国企业的发展，但目前股票的价格注定了投资人只能得到一般的报酬。股市的表现已有好一段时间优于公司本身的表现，而这种现象终将结束。市场不可能永远超越企业本身的发展，我想这将让许多投资人大失所望，尤其是那些股市新手。

——沃伦·巴菲特

【巴菲特现身说法】

巴菲特认为，投资者要把股价波动看做一件好事。因为只有股价波动，你才能从中拥有更多的买入或卖出机会。但必须注意的是，股价波动不可能长期背离其内在价值的。

巴菲特在伯克希尔公司2001年年报致股东的一封信中说，查理·芒格和他相信，目前的股票价格注定投资者只能得到一般水平的获利，因为股市的表现已经有好长一段时间超过上市公司本身的表现了。长期来看，这种现象必将结束，因为股市不可能永远超越企业本身发展的。虽然这会让许多投资者尤其是新股民感到失望，但事实就是如此。

巴菲特说：他的这种态度意味着他对今后10年内的股市发展前景并不乐观，其实早在两年之前的1999年他就在《财富》杂志上发表文章表达过这样的观点。虽然这一观点不排除个别例外，但总的来看是这样。最典型的这种例外是，2000年3月10日纳斯达克指数创下了5132点历史新高，而仅仅过去不到2年时间，就跌到现在（2001年）的1731点，整整下跌了三分之二。而就在这同一天，伯克希尔公司的股票价格也跌

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到1997年以来的最低价——每股40800美元。投资者如果能把握好这样的投资机会，就能从这种剧烈波动中分享到特别待遇。因为归根到底，股票价格总有一天要回归到与其内在价值相符的地步。

巴菲特介绍说，2001年伯克希尔公司在垃圾债券市场上的交易比较频繁，但必须提醒的是，这种投资方式并不适合一般投资者。

在通常情况下，所谓垃圾债券真的是“垃圾”，伯克希尔公司也从来没有在一级市场上买过这样的垃圾债券。究其原因在于，一旦发生违约其损失会非常惨重，许多投资者到最后只会收回一小部分本金甚至血本无归。而令人忧虑的是，许多投资者却非常热衷于这种投资方式。

那么，伯克希尔公司又是如何来进行这种操作的呢?

巴菲特介绍说，从他个人50多年的垃圾债券投资经验看，总的来说是赢多输少，关键是要善于从中找到极少数非常值得的投资品种，如伯克希尔公司1984年投资的华盛顿公用电力系统公司债券、最近几年来的克莱斯勒金融公司、德士古石油公司、RJR纳贝斯可饼干公司等。

它们的共同特点是，公司经营临时发生状况，从而导致债券价格大大低于其内在价值。而伯克希尔公司当机立断投入其中，等这些公司将来渡过了最困难时期，这些投资也就得到应有的获利回报了。

所以读者容易看到，伯克希尔公司投资垃圾债券的策略是“少而精”，并不是经常在这样做，否则总有一天要发生亏损，这是普通投资者学不来的。

举个例子来说，当时在水果织机公司（Fruit of the Loom）宣布破产时，伯克希尔公司就以差不多面额一半的价格买入该公司的债券和银行债权。要知道，这起破产案非常特殊，主要表现在该公司虽然宣布破产保护了，可这时候并没有停止支付有担保债券的利息，这样就使得伯克希尔公司依然能够得到每年15%的收益。目前（2001年）伯克希尔公司依然拥有该公司10%的有担保债权，最终很可能会收回相当于面额70%左右的本金。

不难看出，巴菲特的做法确实和普通投资者的行为不同。即使从本金为面额的50%到最后以面额70%左右回收，这笔投资就已经获得了40%的获利回报。这还没有包括每年15%左右的利息在内，加上这笔收入后，伯克希尔公司的获利回报会更可观。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

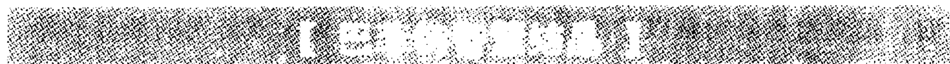
另一个比较典型的案例是，伯克希尔公司2000年末开始陆续购进FINOVA公司债权。当时这家财务金融公司发生了一点问题，流通在外总额高达110亿美元的债券价格已经下跌到面额的2/3左右，伯克希尔公司就以这个价格买入其中约13%的债权。

当时巴菲特的估计是，该公司凶多吉少、难逃破产命运，但即使如此，该公司的净资产仍然摆在那里。如果该公司真的破产了，伯克希尔公司从中回收的资金也会超过这2/3面额的水平。也就是说，即使发生了最坏的情形，这时候伯克希尔公司的投资依然是能获利的。

与普通投资者的投资行为不同的是，伯克希尔公司由于动不动就取得被收购公司的控股权，所以在这方面会有一些普通投资者不具备的话语权，最后会直接影响投资收益回报的高低。

例如，当2001年初确认FINOVA公司正式破产时，伯克希尔公司联合另一家公司向FINOVA公司提出了一项解决方案。简单地说就是，每一位债权人都可以拿到相当于面额70%的现金和利息，其余的30%则按照7.5%的年利率开出分期应付票据。有人要问，既然FINOVA公司破产了，哪里还会有钱付这70%本息呢？确实如此。为了解决这个问题，伯克希尔公司和上面所说的那家公司专门组建了一家新公司借钱给FINOVA公司发放上述款项，然后由伯克希尔公司出面进行担保。

简单地说，通过如此这般运作，伯克希尔公司利用自己大股东的身份三下两下就保住了自己的既得利益，这是普通投资者做不到的。



巴菲特认为，无论股价如何波动，真正应当关心的是其内在价值。即使股价处于高位，但只要大大低于内在价值依然可以投资；相反，即使股价处于低位，但如果已经高于内在价值也就不值得投资了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服微信/QQ：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特最著名的15条投资格言

★ 在别人恐惧时贪婪，在别人贪婪时恐惧。

★ 价格是你所付出的，价值是你所得到的。

★ 想要在股市从事波段操作是神做的事，不是人做的事。

★ 安全边际没有例外。即使对于最好的企业也不能出价过高。

★ 我们喜欢这样的企业：务实、简单、稳定。

★ 买进靠耐心，卖出靠决心。

★ 不能承受股价下跌 50% 的人就不应该炒股。

★ 我最喜欢持有一只股票的时间期限是：永远。

★ 如果一件事情不值得做，那么也就不值得好好做。

★ 百万富翁破产的最好方法之一，就是听小道消息并据此买卖股票。

★ 一个人的直觉往往是非常准确的，对股票投资来说，这一点特别重要。

★ 不要浪费你的时间和精力去分析什么经济形势、去看每日股票的涨跌。你花的时间越多，就越容易陷入思想的混乱并难以自拔。

★ 你应该选择投资一些连笨蛋都会经营的企业，因为总有一天这些企业会落入笨蛋的手中。

★ 要想成功地进行投资，你不需要懂得什么有效市场、现代投资组合理论、期权定价或新兴市场。事实上，大家最好对这些东西一无所知。

★ 只要能够尽量避免犯重大的错误，投资人只需要很少的几件正确的事情就足以成功了。

邮购团购优惠 13661335586 010－63289949
010－63454857 52732081
投稿信箱 greatbook@sina.com

ISBN 978-7-5074-2154-5



定价：35.00元
www.citypress.cn